農銀國際
ABC INTERNATIONAL
ABCI SECURITIES COMPANY LIMITED



2021 年下半年经济展望及投资策略报告

商品超级周期

农银国际中国/香港证券研究

目录

2021 年下半年全球经济展望	4
2021 年下半年中国经济展望	8
2021 年下半年投资策略	13
香港 IPO 市场	21
中国银行业 - 正面	24
中国证券业 - 中性	29
中国互联网媒体与消费商务业-正面	31
中国房地产业 - 正面	34
中国替代能源业 -正面	39
中国机场业 - 中性	42
中国消费业 - 正面	45
中国教育业 - 中性	48
中国电信业 - 正面	51

于 2021 年 7 月 2 日发布
另有指明外,数据截至 2021 年 6 月 25 日

姚少华 (经济师)
经济展望
yaoshaohua@abci.com.hk
852-2147 8863

陈宋恩 (研究部主管)
投资策略
philipchan@abci.com.hk
852-2147 8805

欧宇恒 (分析员)
中国银行业 / 互联网金融业
johannesau@abci.com.hk
852-2147 8802

周秀成 (分析员)
中国证券业 / 互联网媒体与消费商务业
stevechow@abci.com.hk
852-2147 8809

董耀基 (分析员)
中国房地产业
kennethtung@abci.com.hk
852-2147 8311

吴景荃 (分析员)
中国替代能源业 / 机场业
kelvinng@abci.com.hk
852-2147 8869

潘泓兴 (分析员)
中国教育业 / 中国消费品业
paulpan@abci.com.hk
852-2147 8829

黎柏坚 (分析员)
中国电信业
rickylai@abci.com.hk
852-2147 8895

全球经济展望



2021 年下半年全球经济展望

经济师姚少华

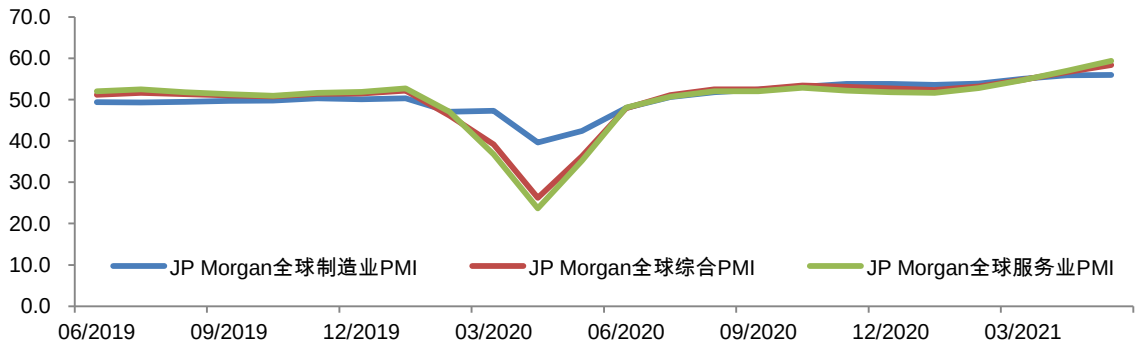
- **在宏观经济政策和疫苗接种计划的支持下，全球经济重新启动，全球经济在 2021 年上半年亦稳步改善**
- **受益于有效的防疫措施、积极的财政刺激和宽松的货币政策，除日本外，主要经济体在 2021 年第 1 季的 GDP 增长较 2020 年第 4 季有所回升**
- **自 2021 年初以来，由于石油和其它大宗商品的价格回升、某些行业的供应链中断以及运输成本飙升，全球通货膨胀率显着上升**
- **展望未来，我们预计全球经济增长将在今年下半年进一步走强，主要因为全球疫苗的接种正在加速推进。然而，由于 COVID-19 疫苗接种的速度因国家而异，全球的复苏或许会不平衡。潜在的 COVID-19 病毒大幅变异和不断上升的债务负担将给今年下半年带来挑战**
- **我们预期 2021 年美国、中国、欧元区、日本及英国的经济分别增长 7.0%、8.5%、4.0%、3.0%及 7.0%，相比而言，上述国家在 2020 年经济分别增长-3.5%、2.3%、-6.6%、-4.7%及-9.8%**

上半年全球经济增长遭遇严重冲击

在宏观经济政策和疫苗接种计划的支持下，全球经济重新启动，全球经济在 2021 年上半年亦稳步改善。如图 1 所示，JP Morgan 全球制造业 PMI 和服务业 PMI 指数在 2021 年前五个月稳定反弹，显示全球经济增长持续改善。全球贸易活动呈现强劲复苏态势，世贸组织发布的货物贸易晴雨表 5 月回升至 109.7，其中出口订单分项指数攀升至 114.8，远高于 100 的荣枯线。然而，由于各国的疫苗接种率不同，全球经济复苏并不均衡。总的来说，发达国家的接种比率大幅高于发展中国家。

受益于有效的防疫措施、积极的财政刺激和宽松的货币政策，除日本外，主要经济体在 2021 年第 1 季的 GDP 增长较 2020 年第 4 季有所回升。今年第 1 季美国、中国、欧元区、日本及英国的经济分别增长 0.4%[1]、18.3%、-1.8%、-1.9%及-6.1%，而去年第 4 季分别增长-2.4%、6.5%、-4.9%、-1.1%及-7.3%的增速(图 2)。随着经济重启，2021 年以来主要国家失业率稳步下降，但服务业就业受持续防疫措施影响，仍低于疫情前水平，导致就业市场复苏不平衡。

图 1: JP Morgan 全球 PMI 指数(%)



来源: 彭博，农银国际证券

[1]除另有指明外，本报告列示的变动比率均为按年变化

图 2: 全球主要经济体 GDP 增长 (%)

实质 GDP 按年增长	2020 年	2020 年 第 4 季	2021 年 首季
美国	(3.5)	(2.4)	0.4
中国	2.3	6.5	18.3
欧元区	(6.6)	(4.9)	(1.8)
日本	(4.7)	(1.1)	(1.9)
英国	(9.8)	(7.3)	(6.1)

来源: 彭博、农银国际证券

自 2021 年初以来，由于石油和其它大宗商品的价格回升、某些行业的供应链中断以及运输成本飙升，全球通货膨胀率显着上升。相比全球 CPI 通胀，全球 PPI 通胀的涨幅尤为显着。一些新兴经济体的食品供应链中断正在推高食品价格。 在美国，5 月份整体 CPI 和 PPI 通胀分别回升至 5.0% 和 6.2%，目前 2021 全年的通胀预期为 2.8%。 尽管 5 月份中国 CPI 维持在 1.3%的温和水平，但 PPI 大幅反弹至 9.0%，为 2008 年 9 月以来的最高水平。

全球主要央行维持宽松的货币政策来支持居民、企业和金融市场。发达国家的中央银行继续其债券购买计划，同时保持政策利率不变。自 2021 年初以来，中国人民银行一直保持宽松的货币政策以支持经济增长。然而，由于通胀上升推高了全球主要政府债券的长期收益率，全球金融状况略有收紧 一些新兴和发展中国家因货币贬值和通胀高于目标而启动加息进程。

今年下半年全球经济将持续复苏

展望未来，我们预计全球经济增长将在今年下半年进一步走强，主要因为全球疫苗的接种正在加速推进。然而，由于 COVID-19 疫苗接种的速度因国家而异，全球的复苏或许会不平衡。在 3 月 31 日的公布的预测中，WTO 预计 2021 年全球货物贸易量增速将继 2020 年下降 5.3%后反弹至 8%。 根据世界银行 2021 年 6 月最新发布的《全球经济展望》， 2021 年全球经济将增长 5.6%，为 80 年来最高，而 2020 年全球经济收缩 3.5%(图 3)。 然而，潜在的 COVID-19 病毒大幅变异和不断上升的债务负担将给今年下半年带来挑战。

我们预计 2021 年美国经济将增长 7.0%，远高于 2020 年收缩 3.5%。前所未有的财政救济和快速疫苗接种覆盖率将推动经济复苏。工资上涨和额外的大规模财政救济将支持消费。 随着更多人重返劳动力市场，失业率或会下降。虽然通货膨胀预计将维持高位，但应在可控范围内。货币政策方面，随着通胀预期上升，我们认为美联储将从今年第 4 季度开始逐步减少资产购买。 然而，联邦基金利率将在今年下半年维持在接近零的水平，以通过减轻债务负担和支撑资产价格来鼓励投资和消费。

受益于低基数效应导致第 1 季 GDP 大幅攀升，我们预计 2021 年中国经济将增长 8.5%，大幅高于 2020 年的 2.3%的增速。强劲的外需和消费逐步复苏是主要的增长动力。货币政策方面，随着经济复苏的基础更加稳固，我们预计中国人民银行将维持中性货币政策。1 年期 LPR 和 5 年期 LPR 的利率预计在今年下半年保持稳定，而金融机构的存款准备金率亦将继续保持不变。我们预计随着经济复苏进一步加强，财政政策将进一步正常化。

我们预计 2021 年欧元区 GDP 增长将从 2020 年的 6.6%收缩大幅反弹至 4.0%，主要因为疫苗接种将加速和防疫措施放宽。此外，欧盟复苏基金的实施将有助于重振经济。有见于全球经济复苏，外需尤其是来自美国的需求将显着反弹。私人消费或会受益于防疫措施的放宽以及家庭储蓄率的逐渐下降。根据欧洲央行 6 月的货币会议，我们预计 2021 年剩余时间的利率将保持不变。欧洲央行料会把规模达 1.85 万亿欧元的抗疫紧急购债计划延长至 2022 年 3 月或以后。欧洲央行亦会维持至少每月 200 亿欧元的资产购买计划。此外，我们预计英国经济将在 2021 年增长 7.0%，远高于 2020 年 9.8%的收缩，主要因为疫苗接种率较高和对经济活动的限制放松。

我们预计 2021 年日本的经济增长将从 2020 年的-4.7%反弹至 3.0%，主要因为持续的政府支出将提振国内需求，另外外需回暖将拉动今年出口增长。然而，2021 年东京奥运会的不确定性依然存在，从而限制了其经济效益。有见于通胀前景仍疲弱且低于日本央行设定的 2% 目标，该国的超宽松货币立场将在 2021 年全年保持不变。日本央行的短期政策利率至少会保持在 -0.10%至 2021 年年底。

图 3: 全球主要经济体 GDP 增长预测 (%)

实质 GDP 按年增长	2019 年	2020 年	2021 年预测
美国	2.2	(3.5)	7.0
中国	6.0	2.3	8.5
欧元区	1.3	(6.6)	4.0
日本	0.0	(4.7)	3.0
英国	1.4	(9.8)	7.0
世界	2.5*	(3.5)*	5.6*

来源: 世界银行，彭博，农银国际证券预测
注释: *代表世界银行的估计及预测

中国经济展望



2021 年下半年中国经济展望

经济师姚少华

- **由于超低基数和有效的防疫措施，中国经济在 2021 年第 1 季增长了 18.3%。 随着低基数效应消退，经济数据显示第 2 季经济增速开始恢复常态**
- **尽管第 1 季 GDP 增速极高，但我们认为随着低基数效应消退，中国经济增长将在今年下半年大幅放缓。强劲的外需和稳定的消费支出将是主要的增长动力。相反，沉重的债务负担和潜在的新冠肺炎病毒大幅变异将是主要挑战**
- **整体来说，由于今年第 1 季的经济增速大幅攀升，我们预计 2021 年中国经济将增长 8.5%，高于此前估计的 8.0%**
- **尽管近几个月 PPI 大幅上涨，但我们认为 PPI 通胀可能会在今年下半年放缓，主要因为大宗商品供应将随着价格上涨而加快。我们预期 2021 年全年 PPI 或达 4.5%，而 CPI 全年预计为 1.2%。我们认为今年下半年宏观政策的制定不会受到通胀的制约**
- **货币政策方面，我们预期人民银行在今年下半年将继续维持中性的货币政策以稳定经济增长。我们预期人民银行在今年下半年将维持基准利率与 RRR 不变**
- **我们预计财政政策将在今年下半年继续正常化。然而，常态的财政政策料维持以支持经济增长，政策措施主要集中于减税降费、出台鼓励消费的政策以及支持碳中和以及可再生能源的基建投资的政策**

中国经济增长在第 2 季开始恢复常态

由于超低基数和有效的防疫措施，中国经济在 2021 年第 1 季增长了 18.3%[1]。 随着低基数效应消退，经济数据显示第 2 季经济增速开始恢复常态，4 月和 5 月的投资、零售销售、进出口和工业生产增速均较第 1 季大幅放缓。

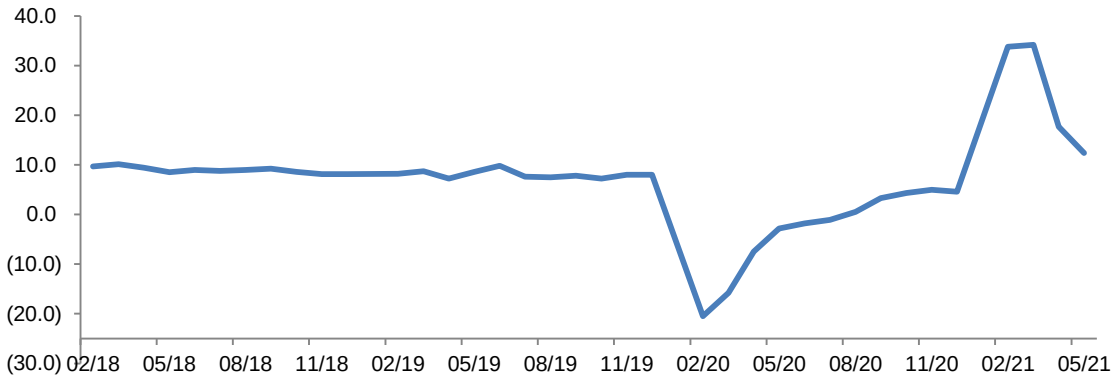
随着复工复产的推进以及强劲的出口带动，工业产出在今年前 5 个月增长 17.8%，两年平均增长 7.0%。作为宏观经济的同步指标，今年前 5 个月发电量增长 14.9%。涵盖 31 个行业大类的制造业 PMI 指数在今年前 5 个月均高于 50 临界点水平。此外，今年前 5 个月工业企业实现利润增速高达 83.4%，两年平均增长 21.7%。

内需方面，由于极低的基数效应，年初以来消费支出及固定资产投资增速均显着反弹。今年前 5 个月零售销售增长 25.7%，两年平均增长 4.3% (图 1)。今年前 5 个月整体城镇固定资产投资增长 15.4%，两年平均增长 4.2% (图 2)。

外需方面，受益于世界主要经济体经济逐步复苏，以美元计价，今年前 5 个月出口增长 40.2% (图 3)。前 5 个月进口增长 35.6%，主要因为内需加快和国际大宗商品价格大幅回升。今年前 5 个月贸易顺差飙升至 2035 亿美元，明显高于去年同期的 1214 亿美元。

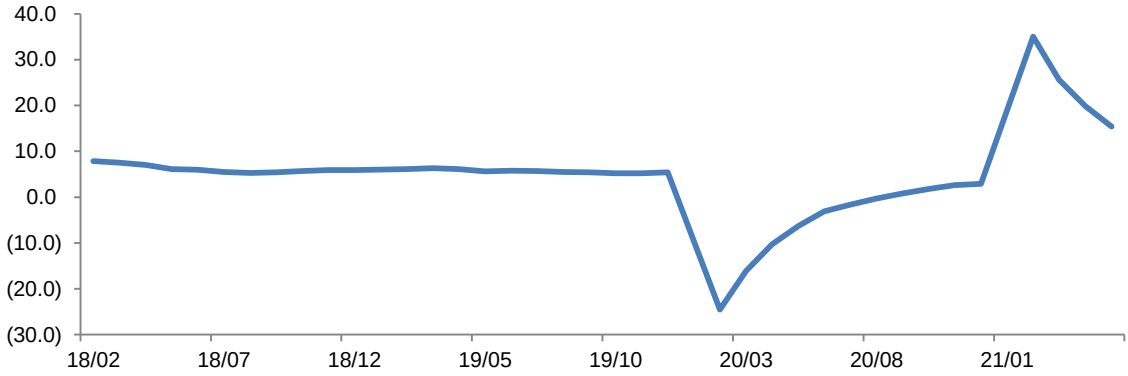
[1] 除另有指明外，本报告列示的变动比率均为按年变化

图 1：中国零售销售增长(%)



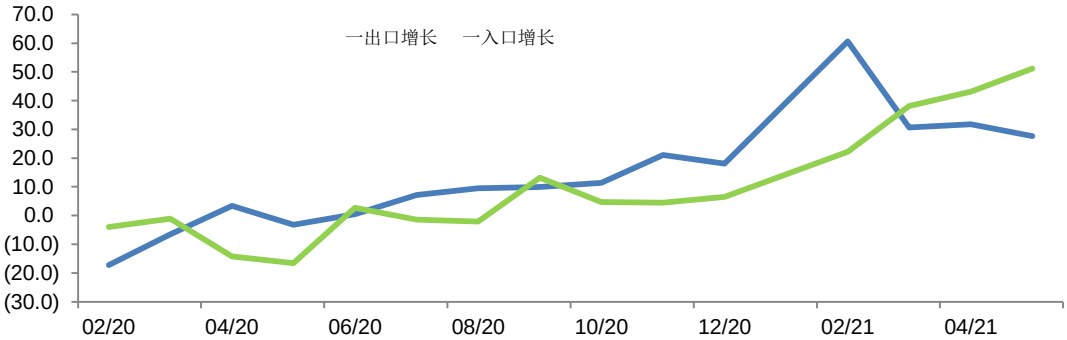
来源：国家统计局、农银国际证券

图 2：中国城镇固定资产投资年初至今增长(%)



来源：国家统计局、 农银国际证券

图 3：中国出口及进口同比增长 (%)



来源：中国海关、 农银国际证券

CPI 和 PPI 在 今年前 5 个月出现了明显分化。由于食品通胀放缓，尤其是猪肉价格回落，CPI 升幅从去年前 5 个月的 4.1%放缓至今年前 5 个月的 0.4%。 PPI 在今年前 5 个月反弹至 4.4%，而去年前 5 个月下降了 1.7%。 PP 大幅回升主要是由于低基数效应和石油、有色金属、黑色金属等大宗商品价格大幅上涨。

货币政策方面， 2021 年年初至今人民银行开始着手货币政策正常化。年初至今人民银行维持基准利率以及 RRR 不变。5 月份广义货币供给(M2)的增速由去年同期的 11.1%回落至 8.3%， 2021 年首 5 个月衡量实体经济从金融体系获得资金多寡的社会融资规模增量亦从去年同期的 17.4 万亿元人民币跌至 14.0 万亿元人民币。政府国债利率以及衡量短期融资成本的银行间 7 天回购利率均保持稳定。

2021 年下半年经济增长料放缓

尽管第 1 季 GDP 增速极高，但我们认为随着低基数效应消退，中国经济增长将在今年下半年大幅放缓。强劲的外需和稳定的消费支出将是主要的增长动力。相反，沉重的债务负担和潜在的新冠肺炎病毒大幅变异将是主要挑战。

内需方面，我们预计整体投资增长将放缓。有见于房地产调控政策仍将从严，以及针对房地产企业的"三条红线"融资政策料拖累房地产投资。由于财政收入增长放缓，基础设施投资的增长将放缓。相反，在利润改善和外需强劲的情况下，制造业投资和民间投资将略有回升。居民收入上升和失业率回落料支持消费者支出。外需方面，尽管全球需求强劲，出口增速或因基数上升而放缓。基于上述原因，加上今年第 1 季的经济增速大幅攀升，我们预计 2021 年中国经济将增长 8.5%，高于此前估计的 8.0%(图 4)。然而，金融风险仍然不可小视，尤其是企业部门债务在 2020 年超过 GDP 的 160%。由于新冠疫情在全球范围内仍然猖獗，中国可能会被波及。

尽管近几个月 PPI 大幅上涨，但我们认为 PPI 通胀可能会在今年下半年放缓，主要因为大宗商品供应将随着价格上涨而加快。有见于食品价格或回落，特别是猪肉价格因供应改善或下跌，我们预计 CPI 通胀在今年下半年将保持平稳。 我们预期 2021 年全年 PPI 或达 4.5%，而 CPI 全年预计为 1.2%。我们认为今年下半年宏观政策的制定不会受到通胀的制约。

货币政策方面，我们预期人民银行在今年下半年将继续维持中性的货币政策以稳定经济增长。人民银行料保持流动性合理充裕来增加对民营企业以及中小企业的信贷。我们预计 2021 年新增人民币贷款与新增社会融资规模或分别达至 20.5 万亿元人民币及 33.0 万亿元人民币。另外，我们预期人民银行在今年下半年将维持基准利率不变， 2021 年年底 1 年期与 5 年期 LPR 的利率水平分别为 3.85%及 4.65%。我们预计 2021 年底大型存款类金融机构的 RRR 继续维持在 11.0%不变，而中小型金融机构为 9.0%不变。2021 年底广义货币供给(M2)预计增长 9.5%。汇率方面，由于中美实际利差或进一步走阔，我们预期 2021 年年底美元兑人民币在岸现货价或为 6.4500 左右，而 2020 年年底为 6.5273。

我们预计财政政策将在今年下半年继续正常化。然而，常态的财政政策料维持以支持经济增长，政策措施主要集中于减税降费、出台鼓励消费的政策以及支持碳中和以及可再生能源的基建投资的政策。我们预期 2021 年政府的财政赤字约占国内生产总值 3.5%，较 2020 年的 3.6%为低。今年下半年以特别国债发行为代表的非常规财政政策将继续退出。

图 4：经济预测

经济指标	2019 年	2020 年	2021 年预测
实质 GDP 增长， %	6.1	2.3	8.5
固定资产投资增长， %	5.4	2.9	6.0
零售销售增长， %	8.0	(3.9)	18.0
以美元计出口增长， %	0.5	3.6	25.0
以美元计进口增长， %	(2.8)	(0.8)	30.0
工业产出增长， %	5.7	2.8	10.0
消费物价通胀， %	2.9	2.5	1.2
生产物价通胀，%	(0.3)	(1.8)	4.5
M2 增长， %	8.7	10.1	8.5
社会融资规模增量， 10 亿人民币	25,674	34,900	33,000
新增人民币贷款， 10 亿人民币	16,816	19,600	20,500
年底每美元兑人民币在岸现货价	6.9632	6.5273	6.4500
1 年期 LPR，%	4.31	3.85	3.85
5 年期 LPR，%	--	4.65	4.65

来源: 国家统计局、 中国人民银行、 农银国际证券预测

投资策略



商品超级周期

研究部主管 陈宋恩

全球大宗商品超级周期正在推高全球通胀压力。2021 年上半年，生产者价格 (PPI)通胀压力大幅上升，这将在下半年传导至消费者价格 (CPI)。目前的超级周期与 2007-09 年的类似，发生在重大危机之后。

图 1: 2007-09 年和 2020-22 年超级周期的特征

	2007-09 超级周期	**2020-22 超级周期**
从通胀周期到通缩周期	经合组织发达经济体：CPI 从 2007 年第 3 季度 2.11%上升至 2008 年第 3 季度升 4.38%，之后骤降至 2009 年第 3 季度负 0.41%。 美国城市 CPI 从 2007 年 8 月的年同比 2.0%上升至 2008 年 7 月的同比 5.6%，然后下降至 2009 年 7 月的同比负 2.1%。 中国城镇 CPI 从 2007 年 1 月的年同比 2.0%上升至 2008 年 2 月的同比 8.5%，下降至 2009 年 2 月同比负 1.9%。	经合组织发达经济体：CPI 从 2020 年第 2 季度 0.66%攀升至 2021 年第 1 季度 1.84%。经合组织预测 2021 年 CPI 为 2.58%。 美国城市 CPI 从 2020 年 5 月的年同比 0.1%飙升至 2021 年 5 月的同比 5.0%。 中国城镇 CPI 从 2020 年 11 月的同比负 0.4%上升至 2021 年 5 月的同比 1.4%。
滞胀	通胀率高企后，经济增长明显放缓。 美国 GDP 从 2008 年第 1 季度的 1.1%降至 2009 年第 2 季度的负 3.9%。 中国 GDP 从 2008 年第 1 季度的 11.5%降至 2009 年第 1 季度的 6.4%。	
催化剂	* 全球金融危机导致货币扩张，导致无风险利率大幅下降，信贷供给扩大 * 危机期间，全球大宗商品供应受阻 * 过剩的流动性在需求复苏的预期下流入商品市场 * 2021 年各国疫苗接种不均衡，导致供需双方复苏不均衡。高收入国家(商品需求方)的复苏速度快于低/中等收入国家(商品供给方)	
通货膨胀传导通道	原油、煤炭价格：第二、三产业共同的能源投入资源；危机期间供应受阻或减少，但危机后需求迅速恢复，后危机时期供需失衡导致能源价格上涨 粮食价格：人类和动物活动的共同能源投入资源；工业用食物需求在危机期间受到抑制，但随后迅速反弹 原材料格(如铜)：恐慌性缺货，企业提前积压库存，推高需求和价格	

来源：经济合作与发展组织、农银国际证券

投资主题

上一次大宗商品超级周期始于 2007 年，2008 年大宗商品价格长期处于高位，2008 年中之后不久便出现了通缩周期。2007-08 年美联储利率的下调推动了大宗商品超级周期。2008 年年中超级周期的崩溃不是由不利的利率周期造成的；相反，不断攀升的大宗商品价格刺激了供应，2009 年供应量超过了需求，推高了通缩风险。2009 年通缩风险上升时，各国央行除了进一步降低利率外，别无选择。如果 2007-09 超级周期在 2021-2022 年重演，投资者将看到 2021 年通胀风险升级，2022 年通缩风险升温。

目前，资本市场投资者担心通胀压力可能导致美联储升息早于预期。然而，如果通缩风险在 2022 年像 2009 年一样急剧上升，这种升息预期可能是错误的。在这种情况下，美联储可能会将利率从目前接近零的水平下调至负区间。目前扭转通胀周期的关键因素是商品出口国的新冠疫苗接种能否大幅增加。2021 年上半年大宗商品价格的上涨将促使大宗商品出口国政府和企业在 2021 年下半年增加疫苗接种，并在 2022 年上半年提高大宗商品产量。

我们承认对周期时间的高低点或持续时间估计存在某种程度的不确定性。然而，我们不排除在当前通胀周期之后出现通缩周期的可能性。目前，资本市场普遍预计美联储将在未来几年加息，但我们认为，美联储也有可能选择降息以应付通缩风险。我们对 2022-23 年的看法与当前市场目前预期不符。

2021 年下半年资本市场

对于 2021 年下半年，我们预计资本市场主要面临通胀风险，我们对通缩风险的预期要到明年才会出现。

商品股：预计上游能源资源和基础材料生产商的利润将在 2021 年下半年提振股价。由于发达经济体的服务业将迅速复苏，原油股下半年的表现可能优于金属股。

医药股：政府对主要药品和医疗器械消耗品的带量采购政策将抑制药品和医疗设备生产商的估值。开发创新药物的生物技术公司将为医药市场的投资者提供庇护所。在医药股中，因为新冠疫苗需求激增，疫苗生产商的利润将在 2021 年出现强劲增长。

新能源股：由于 2020 年产能扩张，预计 2021 年风能和太阳能发电商的利润将稳步增长。为了促进未来清洁能源的供应，必须首先增加装机容量。从中短期来看，清洁能源设备生产商应成为较早的受益者。

交通运输股：随着 2021 年下半年更多航运运营商恢复服务，上半年航运费用大幅增长情况将降温。发达经济体的边境开放将在 2021 年下半年提振航空和旅游业。随着中国政府计划在 2025 年将新能源汽车销量占汽车总销量的比例提高到 20%，新能源汽车产业链将继续繁荣。2021 年前五个月，NEV 的销量占汽车总销量的约 9%。

数字经济：半导体是数字经济发展的核心。2021 年上半年的芯片短缺将延伸至 2021 年下半年。我们预计中国、美国、韩国、日本和中国台湾将继续加强半导体行业的固定资产投资。上游芯片设备制造商和材料生产商将在 2021 年先受益。中游芯片铸造厂扩大其生产线，增加芯片产量后，下游封装和测试服务提供商将在 2022-23 年看到爆炸性的需求增长。

金融科技银行：科技金融是指科技公司渗透到金融服务业。由于政府提高科技公司进入金融服务业门槛以遏制系统性风险，这条发展路几乎被堵死。金融科技是指持牌金融机构利用科技手段加强金融服务，这有明确的科技应用场景。”ABCDI” (人工智能、区块链、云计算、大数据、物联网) 成为银行金融科技的核心。竞争优势是建立在不断向科技投入财力和人力资源的基础上。2020 年，工行 (1398 HK; 601398 CH) 对

金融科技投资 238.19 亿元(+45.47%) 金融科技从业人员 3.54 万人 (+1.72%)，占全行从业人员的 8.1%；建设银行 (939 HK;, 601939 CH) 对金融科技投资 221.09 亿元(+25.38%)， 金融科技从业人员 1.31 万人(+28.75%)，占全行从业人员的 3.51%。2020 年，农行 (1288; 601288 CH) 对信息科技资金投入达到 183 亿元 (+43.08%)；中国银行 (3988 HK; 601988 CH) 对信息科技投入资金 167.07 亿元，同比增长 43.36%；招商银行(3968; 600036) 对金融科技投入资金 119.12 亿元，同比增长 27.25%。

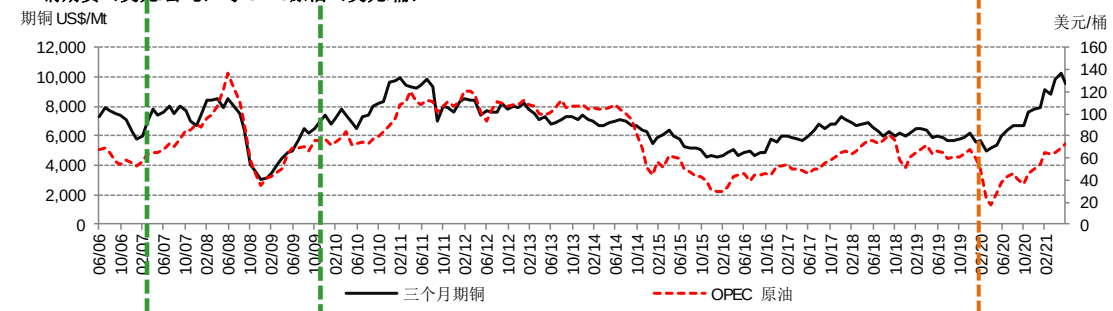
图 2: 大宗商品超级周期：由原油、食品和金属价格推动

标准普尔GSCI商品指数



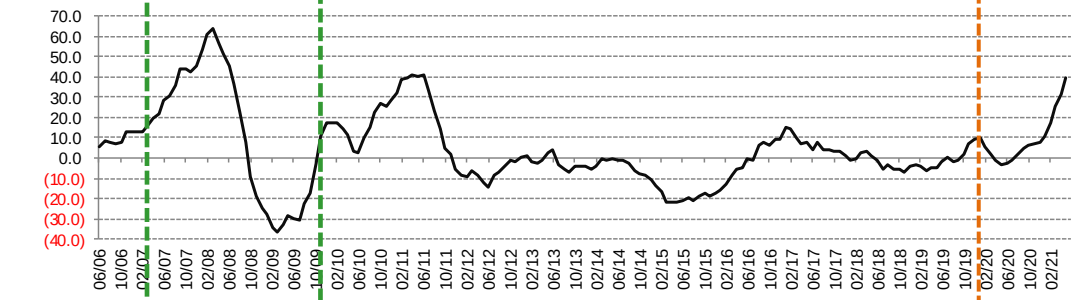
来源: S&P GSCI, Bloomberg

LME铜期货（美元/公吨）与 OPEC原油（美元/桶）



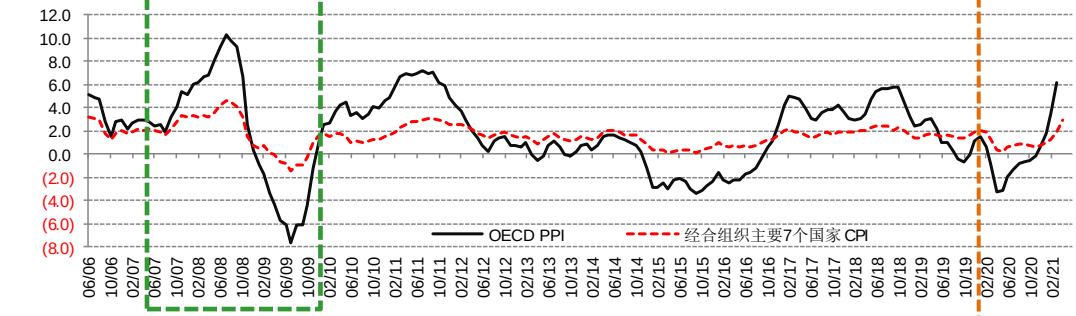
来源: London Metal Exchange, OPEC, Bloomberg

联合国粮农组织全球食品价格指数（同比%）



来源: United Nations FAO

经合组织国家PPI（同比%），CPI（同比%）



来源: OECD, Bloomberg

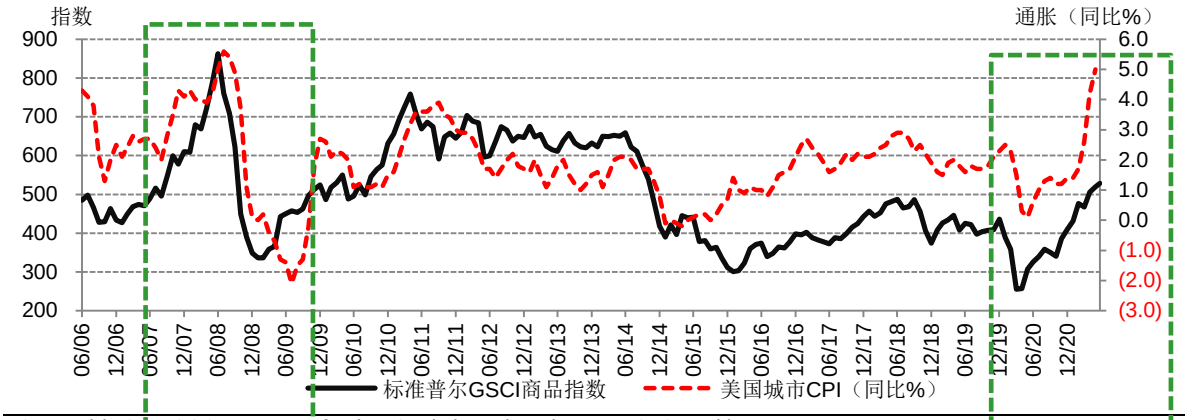
OECD=经济合作与发展组织

Bloomberg=彭博

历史告诉我们 2007-09 超级周期波动或会在 2020-22 年重演

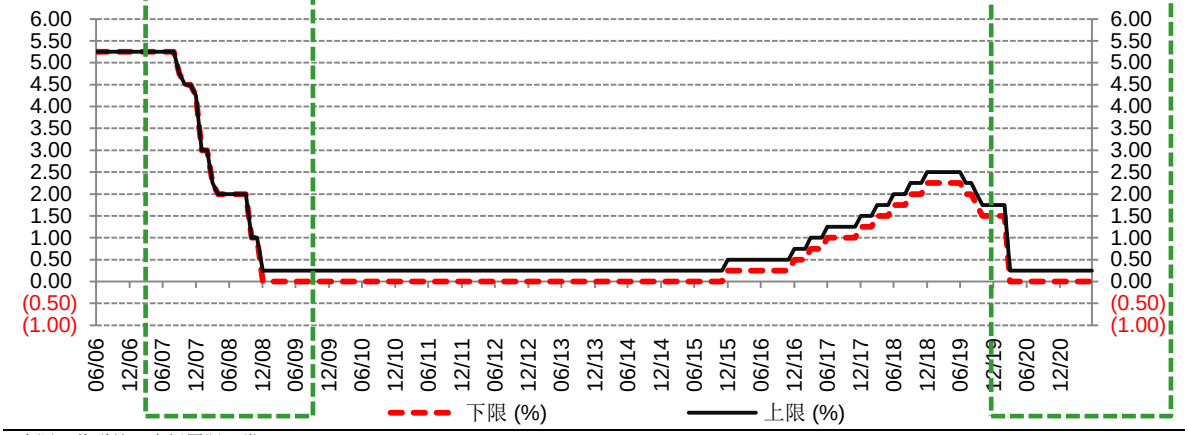
投资风险是超级通膨胀之后是超级通缩。美联储在 2007-2008 年上半年降低利率并推高通胀压力。美联储在 2008 年下半年至 2009 年上半年进一步下调利率，以应对通缩压力。美联储维持零利率环境，导致 2009 年下半年至 2010 年下半年的通货再膨胀。2008 年下半年至 2009 年上半年的通缩周期并非由加息引起，而是大宗商品供求动态变化的结果。危机后(如 2008-09 或 2021-22)，供应增长(下降)周期滞后于需求增长(下降)周期，导致经济先面临超级通胀周期风险，然后是超级通缩周期风险。2020 年，美联储将联邦基金利率降至接近零的水平。通胀压力在 2021 年升级，风险在于通缩周期何时到来。为了避免超级通缩风险出现，美联储需要采取先发制人的行动来避免超级通胀。否则，2007-09 年的大涨大跌将在 2020-22 年重演。

图 3: 大宗商品价格指数与美国通胀



Source(s): S&P GSCI, Bureau of Labor Statistics, Bloomberg, ABCI Securities

图 4: 美国联邦基金利率区间(%)



来源：美联储、农银国际证券

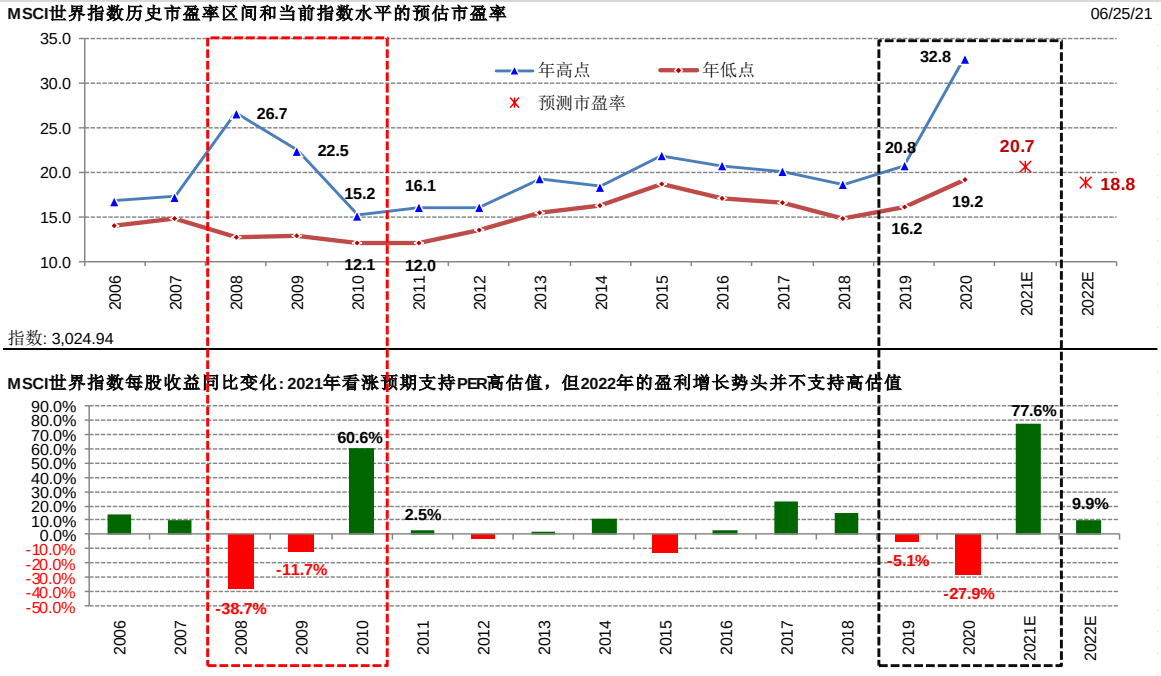
香港股票市场

2021 年下半年恒生指数交易区间: 26,600-29,900*
2022 年恒生指数交易区间预测: 28,800-33,600*
注：四舍五入到百位*

目前股市估值已反映 2021 年利润高增长态势，股票市场估值昂贵，导致短期投资的风险回报状况缺吸引力。2020 年的低盈利基数极大地扭曲了 2021 年和 2022 年的盈利增长态势。由于 2020 年的低盈利基数，将令大多数企业在 2021 年的盈利出现大幅增长，但由于 2021 年的高盈利基数，导致 2022 年的盈利增长明显慢下来。此外，当靠近下半年第 4 季度，投资者的关注焦点将从 2021 年盈利转移到 2022 年盈利增长态势。而基于预期明年盈利较低增长势头，股票市盈率估值将有较高向下调整压力。

据彭博统计，市场预计 MSCI 世界指数的每股收益同比增长从 2021 年的 77%大幅下降至 2022 年/2023 年同比增长的 10%/9%。该指数(2021 年 6 月 25 日为 3025)相当于 2021 年和 2022 年预测市盈率分别为 20.7 和 18.8 倍。2015-19 年(新冠危机前五年)，该指数的市盈率区间为 14.9-21.9 倍。MSCI 世界指数估值下行风险大于上行潜力。

图 5: 2008-10 年与 2019-21 年的市盈率估值周期非常相似



来源：彭博、农银国际证券

恒生指数(2021 年 6 月 23 日为 28817)相当于 2021 年和 2022 年预测市盈率分别为 13.5 倍和 12.0 倍。2015-19 年(新冠危机前五年)，该指数的市盈率区间为 9.1-13.6 倍，平均值为 11.7 倍。市场预计 2021 年和 2022 年该指数每股收益将分别同比增长 9.0%和 12.7%。我们对下半年和明年指数的预测是基于现有 58 只成份股。然而，今年余下时间至明年，恒生指数将因成份股分阶段扩张而出现重大结构性变化，成份股将由目前的 58 只扩大至明年 2 季度的 80 只。最终目标是 100 只成份股。指数结构的变化将导致盈利增长预期以及相应的估值和交易区间的变化。指数未来的交易区间将有明显偏离我们目前预期的风险。

图 6: 恒生指数市盈率估值预测

市盈率区间	高点 (倍)	低点(倍)	期末(倍)	每股收益增长
2016 年	13.56	10.17	12.24	(12.5%)
2017 年	12.51	9.07	12.39	34.3%
2018 年	13.11	9.61	10.12	5.8%
2019 年	12.15	9.99	11.31	(2.4%)
2016-19 年平均值	12.83	9.71	11.52	
2016-19 年区间	13.56	9.07		
2020 年 (COVID-19 期间)	14.91	10.80	13.91	(21.5%)
2021 年下半年预测	14.00	12.50	13.50	9.0%
2022 年预测	14.00	12.00	13.00	12.7%

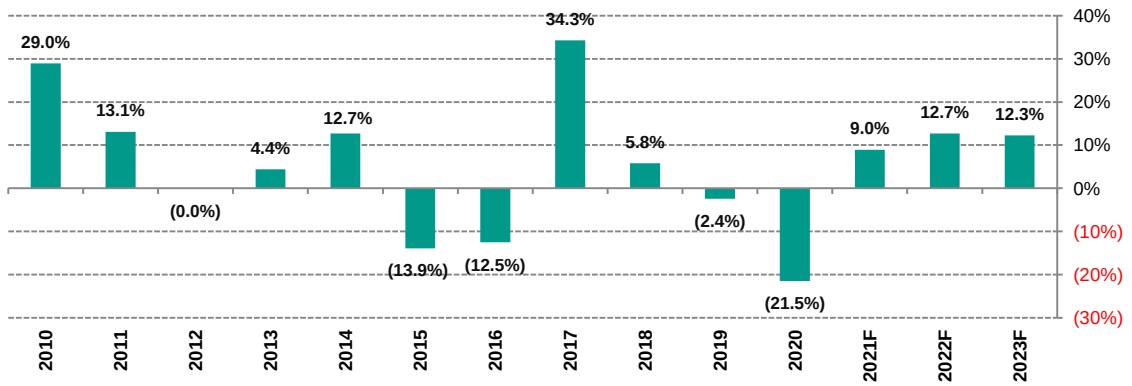
市盈率年高点=指数年内高点/年每股收益
市盈率年低点=指数年内低点/年每股收益
来源：彭博、农银国际证券预测

图 7: 恒生指数交易区间预测

	我们在 2020 年 12 月时对 2021 年的预测	2021 年上半年指数实际波动范围	我们在 2021 年 6 月时对 2021 年下半年的预测	修订
恒生指数				
高点	30,297	31,183	29,853	(1.5%)
低点	24,033	27,079	26,655	2.0%
年末	27,967		28,787	2.9%
	2022 年		**2022 年**	
高点	31,773		33,644	5.9%
低点	26,918		28,837	7.1%
年末	29,126		31,240	7.3%

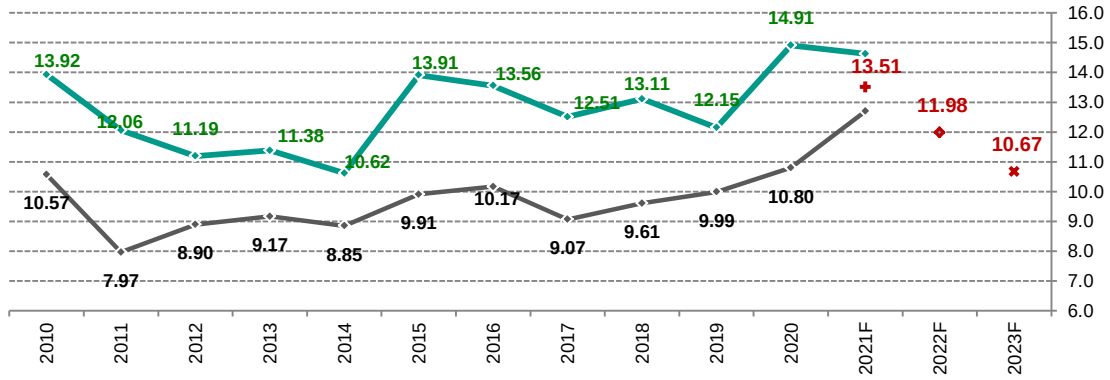
来源：农银国际证券预测

图 8: 恒生指数每股收益变动(同比%)



风险提示：如果指数结构未来发生变化，EPS 前景将发生变化
来源：彭博、农银国际证券

图 9: 恒生指数市盈率区间(年高点、年低点、2021-23 年预测市盈率)(倍)



指数: 28,817
来源：彭博、农银国际证券

香港 IPO 市場展望

分析员：周秀成

互联网和新经济股推动增长

- **在 2021 年首 6 个月，香港 IPO 市场筹集了 264 亿美元，而 2020 年则为 516 亿美元。**
- **快手(1024 HK) 独占 2021 年上半年 IPO 总量的 23.6%**
- **预计互联网/新经济股在不久的将来仍将是主要驱动力**

在 2021 年首 6 个月 (截至 2021 年 6 月 24 日)，香港 IPO 市场筹集了 264 亿美元，而 2020 年则为 516 亿美元。在 2021 年首 6 个月，共有 42 宗 IPO 发行，平均发行规模为 6.3 亿美元。

总体而言，与 2020 年相比，2021 年首 6 个月 IPO 市场的行业和公司集中度更高。在行业结构方面，通信是主要贡献者，占 2021 年首 6 个月 IPO 总量的 55%，其次是工业(15%)、医疗保健(14%)、技术(9%) 和其他 (7%)。其中，快手(1024 HK；彭博归类为“通信”行业)成为 2021 年首 6 个月最大的 IPO(集资额 483 亿港元)，独占同期 IPO 总量的 23.6%。 由于快手的贡献，平均发行规模从 2020 年的 3.56 亿美元增加到 2021 年首 6 个月的 6.3 亿美元。

展望未来，中国最大的免税店运营商中国中免(601888 CH)计划在香港进行双重上市，其 IPO 规模有可能超过快手的 IPO 规模。此外，我们预计互联网/新经济股将在近期继续成为 IPO 市场的主要推动力。

我们认为，这可能导致短期内互联网股票的供应增加，以及主要机构投资者在投资组合中重整其互联网股票分布。

图 1: 2021 年上半年 香港 IPO 市场*

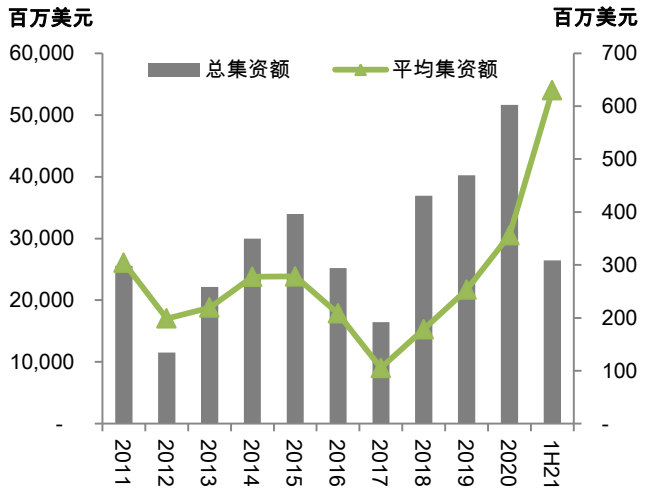
行业	总集资额 (百万美元)	平均集资额 (百万美元)
通信 [1]	14,529	2,076
工业	3,936	492
医疗保健	3,670	334
技术	2,449	408
必需消费品	1,057	352
房地产	754	151
其他	52	26

[1] 包括互联网及媒体类股份

*截至 2021 年 6 月 24 日

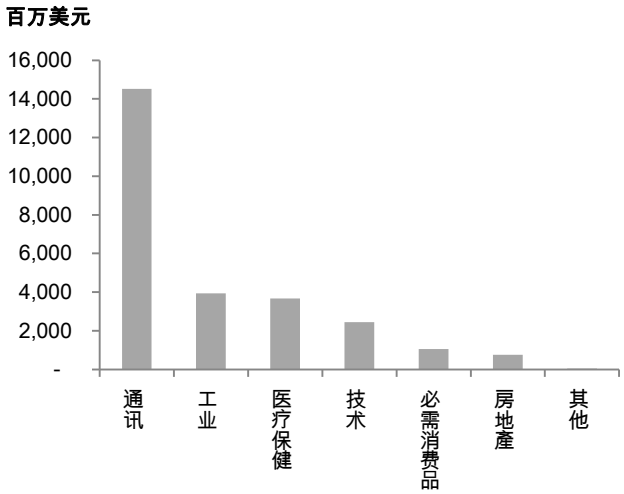
来源: 彭博、农银国际证券

图 2: 2021 上半年香港 IPO 市场 (截至 6 月 24 日)



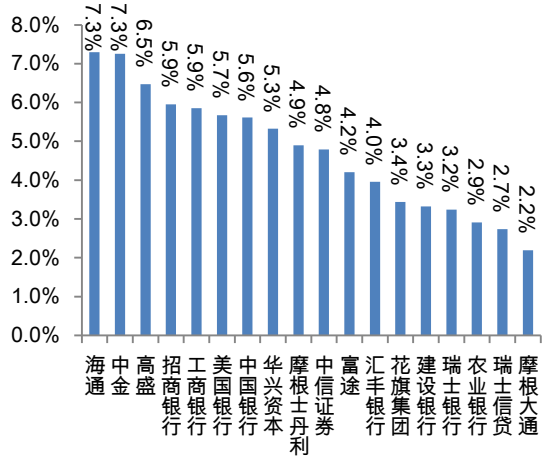
来源: 彭博、农银国际证券

图 3:香港 IPO 集资额行业分布 (上半年截至 2021 年 6 月 24 日)



来源: 彭博、农银国际证券

图 4: 2021 上半年主要承销商市场份额 (截至 6 月 24 日)



来源: 彭博、农银国际证券

行业展望



正面
中国银行业 – 期待基本面改善引领行业估值修复
欧宇恒

主要数据		行业表现	绝对值 (%)	相对值 (%)
H 股		**H 股 (相对于 MSCI 中国指数)**		
21E 市盈率均值(x)	5.10	1 个月	(3.61)	(4.99)
21E 市净率均值(x)	0.57	3 个月	(6.35)	(1.95)
21E 股息率均值(%)	7.27	6 个月	14.66	12.85
A 股		**A 股相对于 CSI300 指数)**		
21E 市盈率均值(x)	6.26	1 个月	(1.45)	(0.19)
21E 市净率均值(x)	0.70	3 个月	(4.07)	(4.70)
21E 股息率均值(%)	5.80	6 个月	5.35	2.75
来源:彭博、农银国际证券预测		来源:彭博、农银国际证券		

- 在金融稳定为政策优先考虑下，预期银行基本面维持稳定
- 行业平均净息差仍面对温和压力，资产质量将保持平稳
- 大型银行的关键词为稳定，各银行类别间基本面差异化继续扩大
- 高政策性风险短期对互联网金融行业影响较大，高适应性将成生存关键
- 重申对 **A/H** 股市场的正面评级。偏好大型银行的防守性及稳定的股息。建行**(939 HK/601939 CH)**为我们的行业首选

政策维持基本面稳定。鉴于新冠疫情和中美争端带来的长期影响，自 2020 年以来，金融业的基本面很大程度受到政策方向主导。特别是对于银行业，我们想强调未来几年的几个主要趋势：1)为了支持中国经济复苏，预期 2021-22 年行业新增贷款势头将保持强劲。我们的经济师预测 2021 年 新增贷款为 20.5 万亿元人民币，截至 2021 年首 5 个月，新增贷款总额已占我们全年目标的 51.9%。而政策方向将令新增贷款倾斜于科技、绿色及农业相关的小微企业。 2)尽管降低社会融资成本仍然是宏观经济复苏的关键，随着 LPR 改革所带来的重定价影响在 2021 年 2 季度接近完成，我们预计银行平均贷款利率将稳定在 5%左右的水平。仍然，个别银行加大对政策支持领域的贷款占比有望使其资产收益率优于同业。 3)我们估计未来几个季度银行的资产收益率将趋于稳定，而由于银行对零售业务的竞争加剧，零售存款成本将有上升压力。因此我们预期 2021-22 年的行业平均净息差仍将面临温和压力，但收窄幅度将较 2020 年少。4)防范金融系统性风险出现仍然是政策的重中之重，因此我们预期银行将在 2021-22 年维持较大不良贷款处理力度，辅以大拨备来增加银行风险缓冲能力。而大拨备正是限制银行净利润增长的主要因素。具体来说，我们估计行业平均不良贷款率将在 2021-22 年保持在 1.7%-1.9%的范围内(2021 年 3 月末:1.8%)。5)从发展策略看，为了抓住中国人均财富上升所带来的财富管理业务机遇，零售业务及金融科技将成为银行未来几年的主战场。

银行类别间差异化持续扩大。我们认为未来银行类别之间的差异将继续扩大。其中，六大银行的关键词是“稳定”，无论以盈利能力、资产质量及派息比率等基本面看。然而考虑到较大的社会责任，大银行将无可避免地受到较大的政策风险影响。而由于资源较中小型银行充足，大型银行在金融科技方面的竞争优势将更为明显。具体来说，我们估计大银行在金融科技投放的费用在 2021-22 年将维持在总营收 3%-5%的水平。在全国性股份制银行中，招行(3968 HK/600036 CH)的基本面无疑最为亮丽，这亦是支持其在同业中最高估值的核心原因。另一方面，如民生银行 (1988 HK/600016 CH)等股份制银行在 2021-22 年仍有较大拨备需求。而鉴于业务规模较小，我们认为地区性银行的股价和基本面波动性在 2021-22 年仍将较大。对投资者而言，地区性银行的日均成交偏低及派息率下降将继续为主要关注点。

互联网金融行业面对较高政策性风险。由于新冠疫情的出现，去年新经济行业如互联网金融成为市场焦点。尽管这些行业仍处于快速增长期，在金融系统稳定的政策重点下，互联网金融的政策性风险在近月急速上升。而与传统金融行业不同，由于互联网金融行业属新兴行业，我们预期行业将经历较长时间的监管发展，政策性风险亦因此将持续至中长期。行业标准化发展对个别经营者的商业模式及基本面影响较大，因此政策适应性将成为成败关键。当中，

我们认为金融背景较强的金融科技公司将较科技背景的科技金融公司具竞争优势，因其较熟悉如何应对及配合监管机构。另一方面，由于银行等传统金融机构亦加大了对金融科技的资源投资，金融巨头将为互联网金融业带来额外竞争压力。高政策风险和日益激烈的竞争因此将抵消了互联网金融行业快速增长的优势，对此我们建议投资者在短期远离互联网金融行业，并择机买入背景较强大的互联网金融公司作为长期价值投资。

长线展望

政策风险仍然是中国金融业面对的最大不确定因素。但是，我们认为严格监管并自律的经营环境是行业基本面的长远正面因素。与此同时，我们对新冠肺炎疫情及中美争议持续所带来的长期经济影响持谨慎态度。

短线展望

宏观经济正从新冠疫情的影响逐步恢复，尽管基本面趋于稳定，但我们预期投资者在短期内对中资银行的基本面仍会以谨慎态度作观察。如果出现比预期好的宏观及基本面数据，行业或在 2021 年 3 或 4 季度迎来新一轮估值修复。

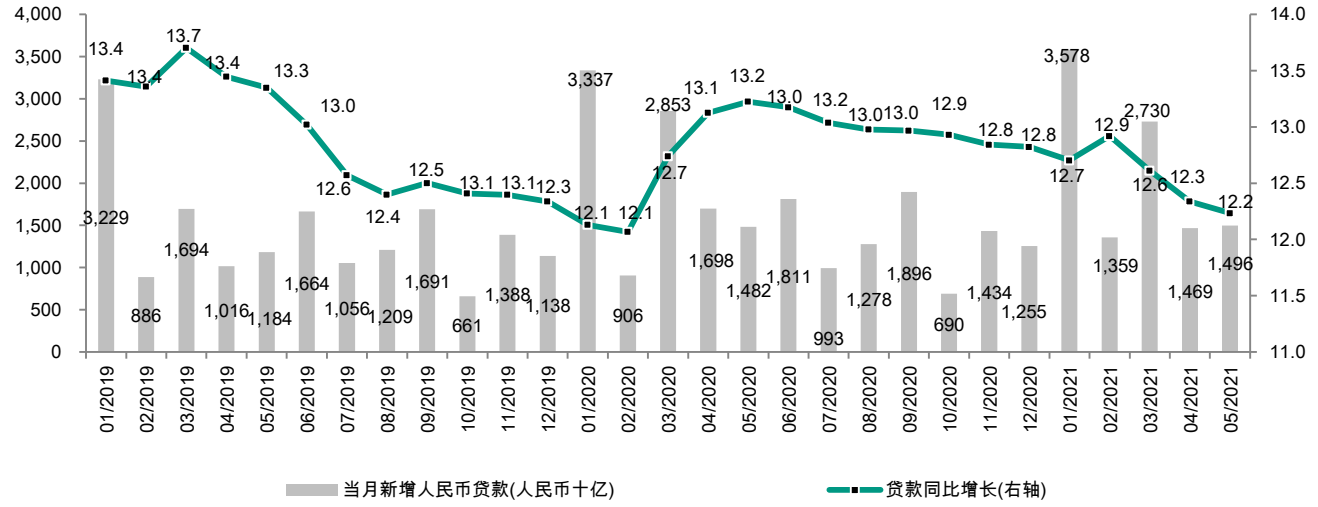
股票推荐

鉴于目前银行业基本面稳定且估值偏低，我们重申对 A/H 股市场中资银行板块的正面评级，然而我们认为新一轮的估值修复必须以优于预期的基本面及宏观数据推动。我们注意到投资者对银行板块政策性风险的态度正由负面逐渐转为中性，反映当前行业估值下行空间有限。加上较高的股息收益率，对政策性风险的防御性及对宏观变化的高适应性，我们偏好大型银行，建行(939 HK/601939 CH)因其一直以来较为审慎的风管态度而成为我们的行业首选。

风险因素

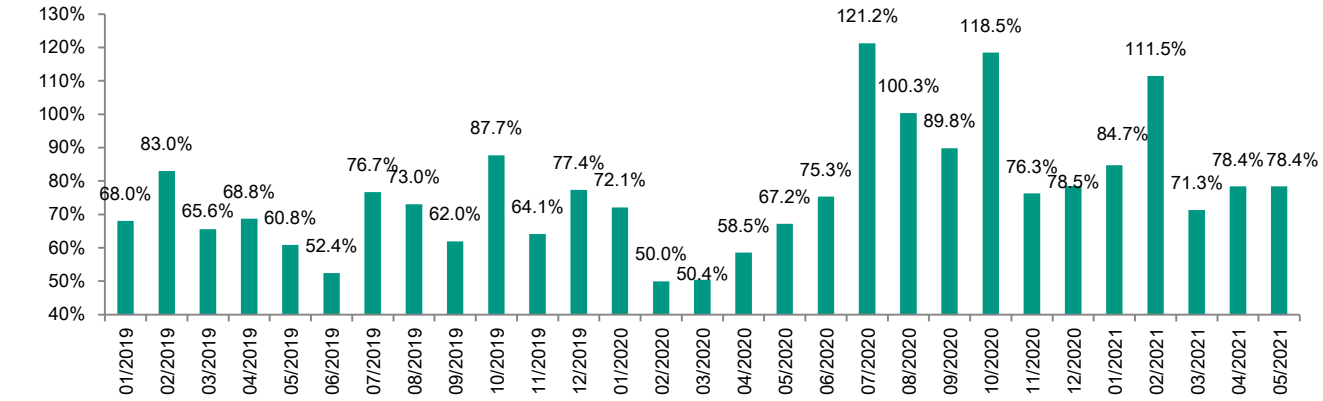
1)在强监管和政策主导的环境下发生政策方向出现急剧变化；2)来自非银行及外资金融机构的竞争加剧；3)特定区域的资产质量快速严重恶化；4)对新业务和个别快速增长业务的政策风险提高；5)受新冠肺炎疫情和中美争端的长期影响。

图 1：当月人民币贷款(人民币 10 亿元)和人民币贷款余额同比(%)



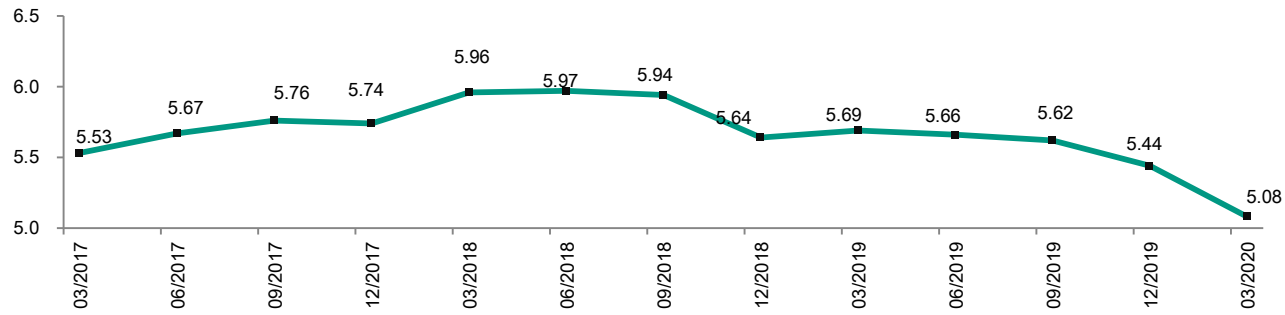
来源：人民银行、农银国际证券

图 2：中长期贷款占当月人民币贷款总额比



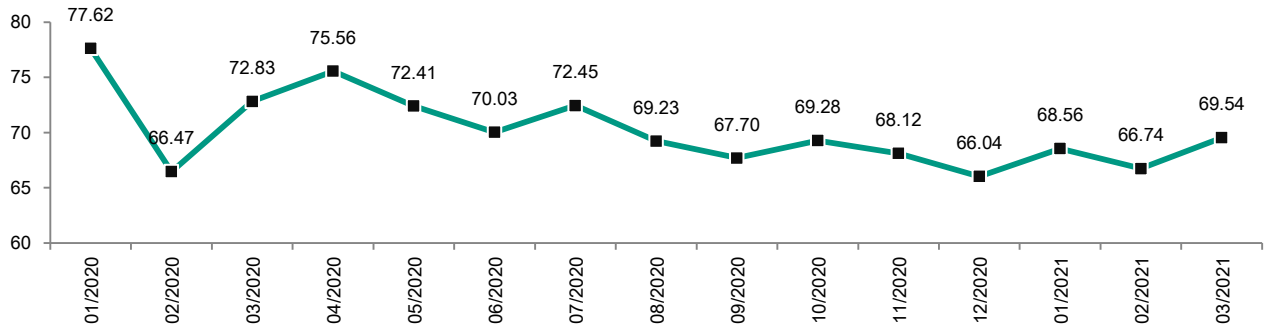
来源：人民银行、农银国际证券

图 3：行业平均月平均贷款利率(%)



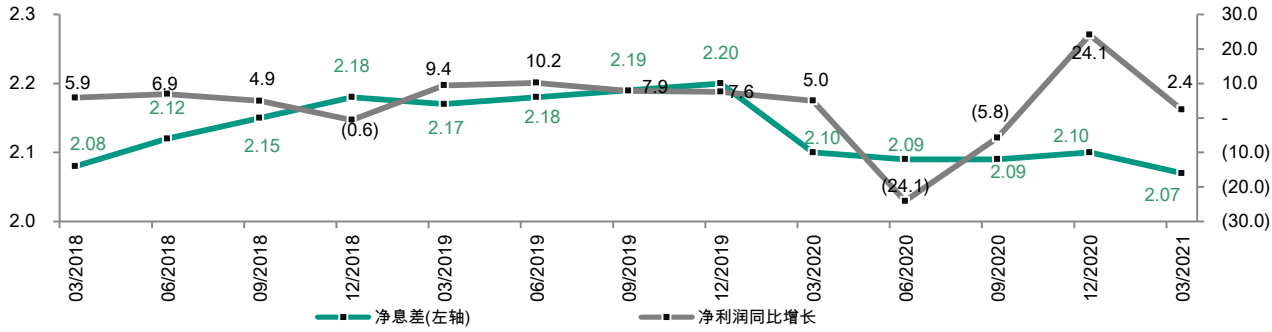
来源：人民银行、农银国际证券

图 4：贷款定价高于 LPR 占比(%)



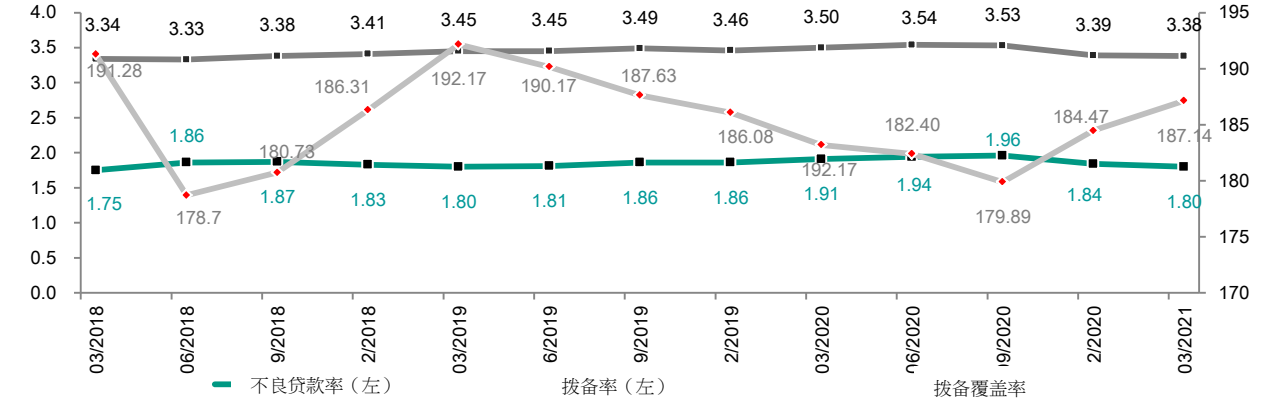
来源：人民银行、农银国际证券

图 5：系统净息差与系统季度净利润同比增长(%)



来源：中银保监、农银国际证券

图 6：系统资产质量指标(%)



来源：中银保监、农银国际证券

H 股 行业首选 (截至 2021 年 6 月 25 日)

公司	代号	评级	目标价 (港币)	上升空间 (%)	FY21E 市盈率 (x)	FY22E 市盈率 (x)	FY21E 市净率 (x)	FY22E 市净率 (x)	FY21E 股息率 (%)	FY22E 股息率 (%)
建设银行	939 HK	买入	8.72	40.65	4.73	4.58	0.53	0.49	6.75	6.97

来源：彭博、农银国际证券预测

A 股 行业首选 (截至 2021 年 6 月 25 日)

公司	代号	评级	目标价 (港币)	上升空间 (%)	FY21E 市盈率 (x)	FY22E 市盈率 (x)	FY21E 市净率 (x)	FY22E 市净率 (x)	FY21E 股息率 (%)	FY22E 股息率 (%)
建设银行	601939 CH	买入	9.66	43.32	6.12	5.93	0.69	0.63	5.22	5.39

来源：彭博、农银国际证券预测

中性
中国证券行业 – 缺乏正面催化剂
周秀成

主要数据	
21E 市盈率均值(x)	7.1
21E 市净率均值(x)	0.6
21E 股息率均值(%)	5.2

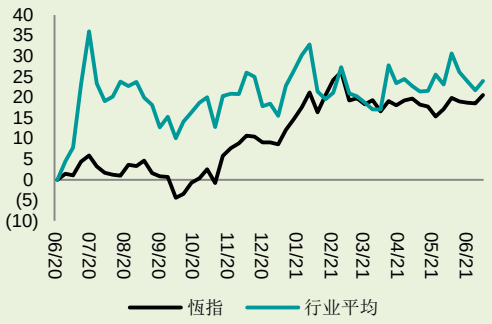
来源:彭博、农银国际证券预测

行业表现(相对于恒指)	绝对值(%)	相对值(%)
1 个月	(4.4)	(5.0)
3 个月	5.4	2.1
6 个月	5.5	(5.8)

来源:彭博、农银国际证券

- 2021 年下半年 A 股日均成交量同比增长将受 2020 年下半年高基数影响
- 由于杠杆率降低和竞争加剧，行业股本回报率结构性下降
- 短期内缺乏正面的催化剂

1 年股价表现(%)



来源:彭博、农银国际证券

2021 年下半年将受高基数影响。 2021 年首 5 月，A 股日均成交为 8990 亿元人民币，而 2020 年首 5 月为 7580 亿人民币，支持佣金收入。 此外，两融余额从 2020 年底的约 1.61 万亿人民币增加到 2021 年 5 月底的约 1.72 万亿人民币。另一方面，沪深 300 指数在 2021 年首 5 月上涨 2.3%。 展望未来， 2021 年下半年 A 股日均成交同比增长将受到高基数的影响，因为 A 股日均成交在 2020 年下半年 增至 9240 亿人民币，而 2020 年上半年为 7530 亿人民币。 尤其是 2020 年 7 月及 8 月，A 股日均成交额跃升至 13120 亿人民币及 10610 亿人民币，为 2021 年第 3 季奠定了较高的基数。

A 股成交量和指数表现是主要决定因素。根据中国证券业协会的数据，在整个行业中，经纪业务是 2020 年最大的收入贡献者(37%)，其次是交易(33%)，投资银行(15%)，资产管理(7%)和其他(9%)。 总体而言，经纪业务和交易总计占行业收入的 70%，因此 A 股成交量和指数变动是行业收入趋势的主要决定因素。

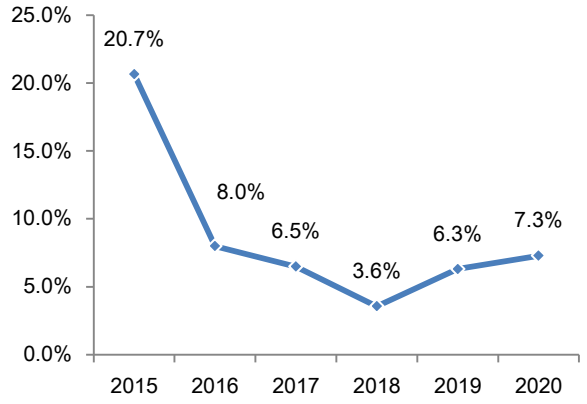
行业股本回报率结构性下降。 总体而言，经纪行业的股本回报率在过去几年一直在下降。 行业股本回报率 从 2015 年的峰值 20.7% 下降到近年来的个位数水平。 我们认为，这种结构性下降是由于 1) 杠杆率下降。 行业资产/权益比率从 2015 年的 4.4 倍下降到 2020 年的 3.9 倍。虽然这反映行业风险管理改善，但由于行业在财务杠杆方面变得更加保守，因此减少了股本回报率的提升空间； 2)经纪业务竞争加剧导致价格压力持续，2020 年经纪业务占行业收入的 37%。

缺乏正面的催化剂。 主要 H 股上市证券公司在过去几年出现估值下调趋势，其预期市净率从 2016 年的约 1 倍下降至目前的约 0.6 倍。 我们认为，这与其股本回报率下降的趋势一致。

风险因素

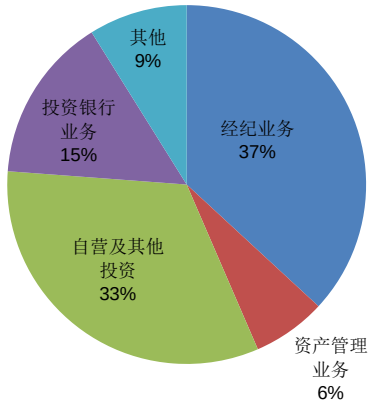
1)金融资产的市场风险; (2)与债券投资和贷款业务相关的信用风险; (3)市场成交量波动; (4)对证券公司的不当行为或员工渎职行为的处罚; (5)直接融资的监管变化; (6)金融部门去杠杆化带来的溢出效应; (7)放宽外资所有权后加剧竞争; (8)加强直接融资业务中银行与证券公司之间的竞争

图 1: 行业股本回报率



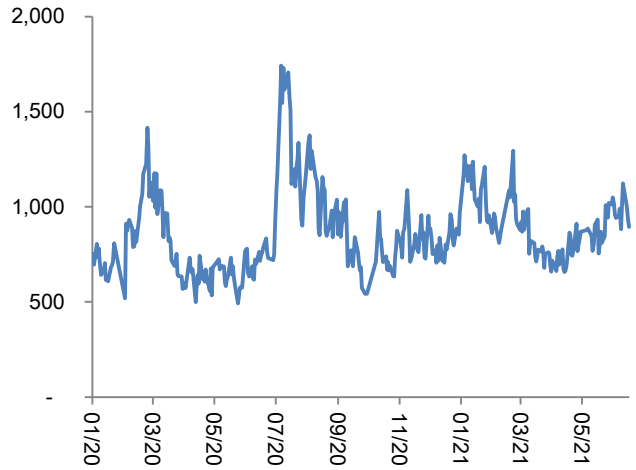
来源：中国证券业协会、农银国际证券

图 2: 行业收入 (2020)



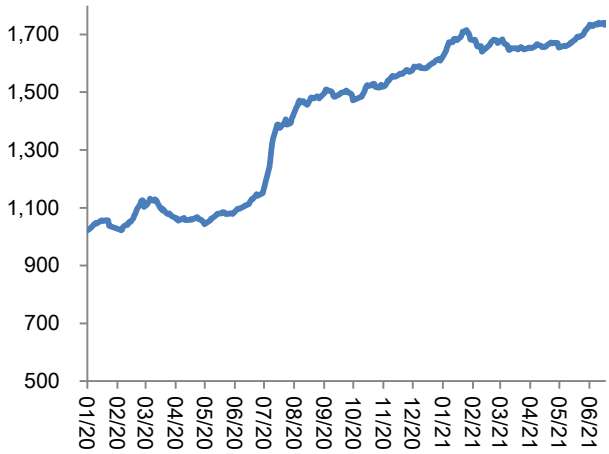
来源：中国证券业协会、农银国际证券

图 3: A 股日均成交量 (10 亿人民币)



来源：彭博、农银国际证券

图 4: 两融余额(10 亿人民币)



来源：彭博、农银国际证券

正面
中国互联网媒体与消费商务业 – 加大投资力度
周秀成

主要数据	
21E 市盈率均值(x)	31.7
21E 市净率均值(x)	11.9
21E 股息率均值(%)	0.3

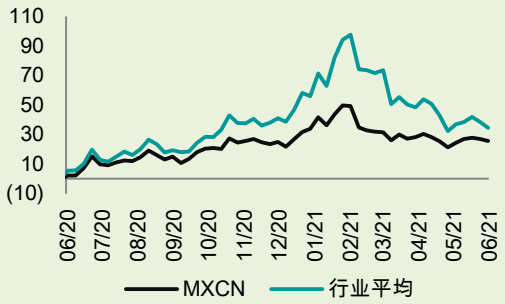
来源:彭博、农银国际证券预测

行业表现(相对于 MXCN)	绝对值 (%)	相对值 (%)
1 个月	5.1	3.8
3 个月	(3.2)	2.1
6 个月	10.9	7.1

来源:彭博、农银国际证券

- 各大互联网平台加大对社区团购等重点战略领域的投入
- 消费者对网上购物的需求维持强劲
- 我们看好**阿里巴巴(9988 HK)**和**腾讯(700 HK)**在电子商务和网络游戏领域的领先地位

1 年股价表现(%)



来源:彭博、农银国际证券

加大投资力度。 各大互联网平台近期纷纷加大投资力度，将全部或部分增量利润投入到新业务和重点战略领域。 总体而言，投资者预计这些投资将影响短期利润； 然而，这种对盈亏影响的最终和程度将取决于投资的性质，因为投资在运营费用、固定资产、收购等方面的财务影响各不相同。

电子商务平台加强了对商家的支持。 在新的监管环境下，商家在多个电子商务平台之间的转换成本更低，因为后者不能再要求成为商家的独家分销渠道。因此，电子商务平台需要通过提供更多增值技术服务来增加对商家的支持，以提高商家的忠诚度。

社区团购竞赛。 近几个月来，阿里巴巴(9988 HK/BABA US)、美团(3690 HK)和拼多多(PDD US)等主要电子商务平台都在积极发展社区团购业务。 我们认为，社区团购市场的快速发展可以归因于疫情导致在线购买食品和日常杂货的需求增加，对食品和杂货电子商务平台的需求正在上升。 在主要参与者中，美团和拼多多最主动发展这一细分市场。 鉴于新兴业务的盈利能力较低，激进的促销或定价策略可能会在短期内影响利润。

消费持续从线下转向线上。 在需求方面，消费者对网上购物的需求维持强劲。 2021 年首 5 个月，中国实物商品网上销售同比增长 19.9%，占同期零售总额的 22.6%。 总体而言，2021 年前 5 个月的同比增长 19.9% 低于 2021 年前 4 个月的 23.1% 的增长，这主要是由于去年疫情改善后基数正常化的影响。

此外，快递行业(电商行业的下游行业)也呈现常态化趋势。 根据国家邮政局的数据，5 月份快递行业的运量同比增长 24.9%，而 4 月份同比增长 30.8%。

2021 年前 5 个月网络购物渗透率为 22.6%，2021 年前 4 个月为 22.2%，2021 年前 2 个月为 20.7%，反映消费正在从线下转向线上。

在线娱乐发展势头良好。 2021 年前 5 个月，中国网络零售额同比增长 24.7%，高于同期实物商品网上销售的 19.9% 同比增长。 我们认为，这意味着网络游戏和网络视频等非实体商品的在线销售增长高于实体商品的增长。 这对腾讯等在线娱乐平台来说是个好兆头。

股票推荐

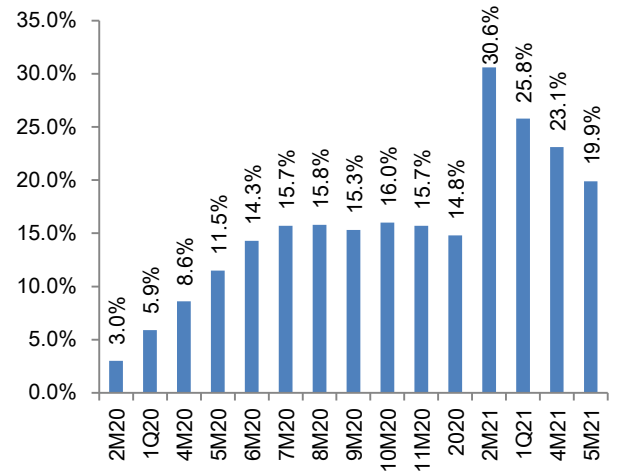
阿里巴巴(9988 HK)在电子商务领域占据主导地位。 总体而言，其每个活跃买家的年度销售金额明显高于同行，反映其客户粘性和忠诚度较高。 此外，我们认为市场已经消化了其投资计划的短期影响，该计划将 2022 年财年的所有增量利润用于支持商家和为新业务提供资金。

此外，我们继续看好**腾讯(700 HK)**，因为它在在线游戏和在线娱乐方面处于领先地位，尽管在关键战略领域增加投资可能会产生短期影响。

风险因素

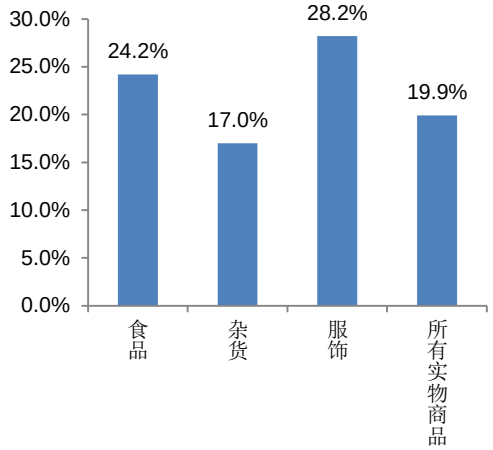
1) 反垄断调查等监管风险; 2)电子商务和互联网金融业务放缓; 3) 非美国通用会计准则财务。

图 1: 中国实物商品网上销售同比增长(%)



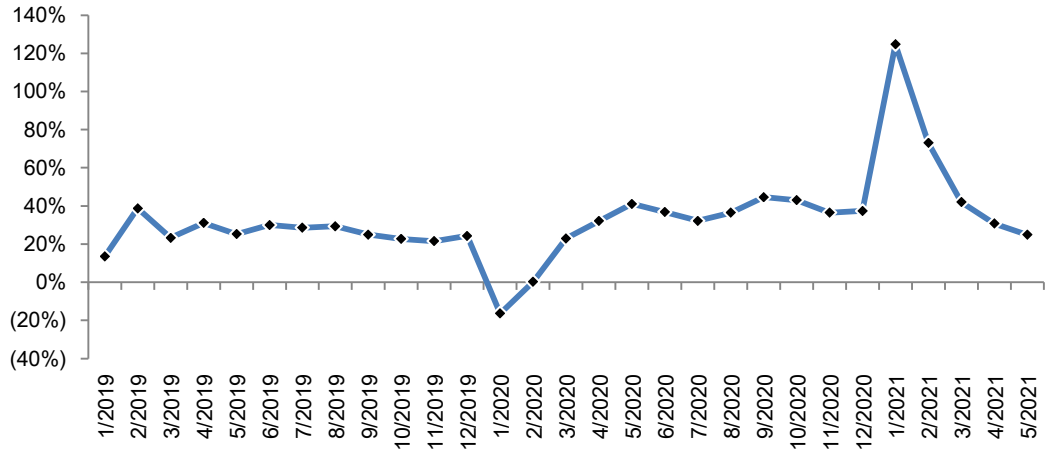
来源：国家统计局 、农银国际证券

图 2: 中国实物商品网上销售同比增长 (2021 年首 5 个月) (%)



来源：国家统计局、农银国际证券

图 3: 快递行业的运量同比增长 (%)



来源： 国家邮政局、农银国际证券

行业首选 (截至 2021 年 6 月 25 日)

公司名称	代码	评级	目标价 (港元)	上升空间 (%)	FY21E 市盈率 (x)	FY22E 市盈率 (x)	FY21E 市净率 (x)	FY22E 市净率 (x)	FY21E 股息率 (%)	FY22E 股息率 (%)
阿里巴巴	9988 HK	买入	270	25.6%	21.1	17.5	3.4	2.8	NA	NA
腾讯	700 HK	买入	800	33.6%	29.1	24.1	5.7	4.8	0.4	0.5

来源：彭博、农银国际证券预测

正面
中国房地产业 – 强大的资产负债表是关键； 物管公司配售风险将引致短期动荡
董耀基

主要数据	
21E 市盈率均值(x)	4.68
21E 市净率均值(x)	0.76
21E 股息率均值(%)	8.03

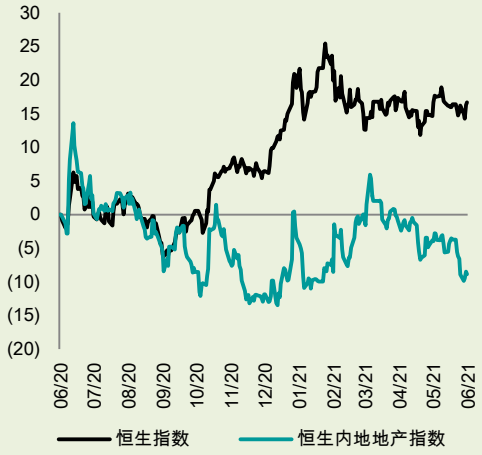
来源:彭博、农银国际证券预测

行业表现(相对于恒生指数)	绝对值(%)	相对值(%)
1 个月	(5.23)	(7.00)
3 个月	(7.41)	(11.05)
6 个月	4.66	(5.09)

来源:彭博、农银国际证券

- 我们预计到 2021 年 12 月，将有更多开发商改善其债务水平并转为“绿档”，这有助于降低融资成本
- 随着低基数效应消退，2021 年下半年销售增长放缓； 由于土地竞争仍然激烈，毛利率不太可能大幅改善
- 积极的配售新股融资可能使物业管理板块造成短期动荡
- **中国海外(688 HK)**是我们在中国开发商中的首选，因为其稳健的资产负债表和港元/美元借款占比可能带来外汇收益。 物业管理领域方面，我们看好的**恒大物业(6666 HK)**，因为其在管面积和社区增值服务收入增长迅速

1 年股价表现(%)



来源:彭博、农银国际证券

行业前景

■ 内地开发商:

2021 年底资产负债表更健康。随着“三条红线”政策和银行房地产相关贷款的集中管理制度的实施，贷款增长在 2021 年第 1 季放缓。 根据中国人民银行的数据，与房地产相关的借款同比增长 10.9% 至人民币 50.03 万亿，较其他借款增速慢 1.7 个百分点。 截至 2021 年 4 月，与房地产相关的借款增速进一步下降至 10.5%。 与房地产相关的借款仅占 2021 年第 1 季度新增借款的 21.7%，比 2020 财年低 3.7 个百分点。 此外，根据融 360 的数据，2021 年 5 月的平均首套房抵押贷款利率为 5.31%，比 2021 年 1 月高 9 个基点。按揭利率上升或反映银行按揭业务审批程序趋严及贷款额度减少。 展望未来，鉴于国家层面的房地产借贷限制政策已有效地实施，此后可能会推出更多针对城市层面的紧缩措施，以抑制一些热点城市的投机性房地产需求。限制房地产板块的债务水平可能导致开发商的土地储备扩张放缓，其资产负债表状况可能会改善。 截至 2020 年 12 月，在 2020 年核心利润规模超过 30 亿元人民币的 22 家上市开发商中，45%/45%/0%/9%被归类为绿色/黄色/橙色/红色级别，而 2020 年 6 月为 18%/59%/9%/14%。我们预计，随着各种紧缩措施到位，更多开发商将在 2021 年 12 月转为“绿色”。 事实上，债券市场较低的融资成本表明对绿色开发商的信心不断增强。 例如，自 2020 年 12 月起由黄转绿的宝龙(1238 HK)2021 年 5 月发行的 2 亿美元五年期债券票面利率仅为 4.9%，较其 2020 年 8 月发行的债券低 1.35 个百分点 。我们认为，房地产行业的再融资风险在几轮紧缩后有限； 相反，我们预计融资成本会随着更健康的资产负债表状况而降低。

2021 年下半年销售势头放缓； 长远毛利润率不太可能大幅改善。根据国家统计局的数据，2021 年 5 月新房销售同比增长 57% 至 6.5 万亿人民币； 销售面积同比增长 39%至 5.97 亿平方米，平均售价同比增长 15%至人民币 10,817 元/平方米。受建筑面积同比增长 34% 和平均售价同比增长 8% 的推动，2021 年前 5 个月 20 家大型上市开发商的合同销售额也同比增长 44%。 然而，2021 年 5 月，这些主要上市开发商的合同销售同比增速从 2 月的同比 121%，放缓至 3 月的 48%、4 月的 29%和 5 月的 17%。由于我们预计疫情导致的低基数效应会随着时间的推移而消退，因此开发商的月销售额平均增长将在 2021 年下半年放缓至 5-10%。 从长期来看，“三条红线”政策已经将开发商的年度借款增长，根据不同颜色档次，限制在 0-15%内。因此，我们认为竞争格局更加平衡，因为开发商无法仅通过增加杠杆并加快土地收购来增加其市场份额。至于利润率方面，市场预期集中卖地计划可以通过每年在特定的短时间内增加土地供应来降低土地成本；然而，由于近期集中出售土地的竞争依然激烈，该政策的有效性受到质疑。在杭州开发商滨江集团 (002244 CH) 的 2020 财年业绩发布会上，管理层表示，他们预计从集中土地销售计划中获得的五块土地的净利润率仅为 1-2%。尽管主要开发商在 2021 年首 5 月的平均售价同比上涨 8%，但由于土地成本飙升，我们预计未来两年毛利率将保持稳定。即使土地价格低于市场价格，我们认为房地产预售价格将受到地方政府的限制，以确保节省的成本收益将直接惠及市民，而不是转化为开发商的更高利润。

■ 物业管理公司:

积极的融资活动可能会造成短期动荡。碧桂园服务(6098 HK)纳入恒生指数后，公司通过配售 1.394 亿股新股(占扩大资本的 4.35%)，以每股 75.25 港元(较上一日收盘价折让 6%)集资 105 亿港元。此后，雅生活(3319 HK)也于 2021 年 5 月 28 日以 37.60 港元/股(较上一日收盘价折让 6.6%)的价格配售 8,670 万股新股(占扩大后资本的 6.10%)募集 32 亿港元。虽然这些配售推高了股价的短期波动，但配售和纳入主要指数将驱使基金经理增加物业管理板块在投资组合中的权重。此外，配股所得离岸资金或有助日后收购香港上市同业。我们认为大型物管公司的积极并购活动可能会触发较小的物管公司重新评级，例如奥园健康 (3662 HK)、佳兆业 (2168 HK) 和 弘阳服务(1971 HK)等，它们的估值仅为 8-9 倍 2021 市盈率，或成为被收购对象。

两宗超大型 IPO 将引起市场关注。2020 年，16 家内地物管公司完成在港上市，共筹集资金 649.5 亿港元。 截至 2021 年 6 月 9 日，已有 18 家内地物管公司向港交所上载 A1。 虽然没有公布具体的时间表，万科(2202 HK)的万物云(前身为万科服务)和万达轻资产商业管理公司将成为物业管理板块的两个最大的 IPO 项目。据路透社报道，万达轻资产商业管理的目标是 2000 亿元人民币的估值。 根据万科的年报，万科的管理面积为 5.66 亿平方米，2020 年收入为 182 亿元人民币(同比增长 27%)，高于碧桂园服务的 3.77 亿平方米管理建筑面积和 156 亿元人民币的收入。因此，我们认为万物云上市后可能成为下一个恒指成分股。 物业管理的重要性将在未来资本市场中增长。

股票推荐

■ **内地开发商:**

鉴于其稳健的资产负债表状况，中国海外发展 (688 HK) 是我们的首选；中小盘股中我们最为偏爱宝龙(1238 HK)，因销售增长快于同业。我们认为，随着不同借贷限制政策的实施，市场将越来越重视资产负债表的健康状况，而不是销售增长。随着人民币升值，中国海外发展的高美元/港元借贷比例(截至 2020 年 12 月占总债务的 45.7%)将导致有利的外汇收益。我们认为中海外的估值处于低迷水平，其 2021 年市盈率只有 3.6 倍，大幅低于大型同业 5.6 倍估值。随着疫情在广东反弹，我们也更青睐长三角开发商。 鉴于宝龙 (1238 HK) 2021 年首 5 月合约销售额稳健增长(同比增长 100%，同业增长为 44%)，以及自 2020 年 12 月以来成为绿档开发商，宝龙(1238 HK)是我们的中小盘股内地开发商首选。

■ **物业管理公司:**

恒大物业(6666 HK)为我们住宅物管公司首选。恒大物业近期股价表现因 IPO 前投资者禁售期到期及母公司中国恒大(3333 HK)融资遇见困难传闻而承压；尽管如此，我们仍对其长期基本面持乐观态度。其在管面积在 2021 年 2 月增加 1.1 亿平方米后，有望从 2020 年底 3 亿平方米提升 100%，实现其 2021 年底 6 亿平方米的目标。在成功收购母公司恒大保险代理后，恒大物业将在其管理下的住宅小区内引入财产、车辆和医疗保险产品，以加快社区增值业务收入增长。

风险因素

■ **内地开发商:**

1) 疫情的不确定发展； 2)借贷政策进一步收紧； 3)土地激烈竞争造成的利润率侵蚀。

■ **物业管理公司:**

1)物业管理子公司与母公司开发商之间的大量关联方交易; 2)新项目过份依赖股东; 3)由于并购增加导致的潜在利润率下降;4) 竞争力较弱的内地物管公司上市可能拖累估值；5)因收购活动加快带来新股配售融资风险。

图 1: 2021 年首 5 个月主要上市开发商合同销售表现

			2021 年首 5 个月							
			金额 (10 亿人民币)	同比变化 %	面积 (千平方米)	同比变化 %	均价 (每平方米人民币)	同比变化 %	2021 年预售目标 (人民币)	目标完成率 %
1	绿城	3900 HK	129.3	114%	5,460	92%	23,681	12%	310	41.7%
2	宝龙	1238 HK	42.5	100%	2,715	97%	15,653	2%	105	40.5%
3	富力	2777 HK	72.9	99%	5,504	78%	13,240	12%	150	48.6%
4	旭辉	884 HK	110.1	98%	6,495	94%	16,946	2%	265	41.5%
5	融创	1918 HK	241.8	72%	16,640	63%	14,532	6%	640	37.8%
6	龙光	3380 HK	63.6	71%	3,291	36%	19,322	25%	145	43.9%
7	金茂	817 HK	110.2	69%	6,609	74%	16,667	-3%	250	44.1%
8	合景泰富	1813 HK	45.9	60%	2,379	39%	19,282	15%	126	36.4%
9	华润置地	1109 HK	126.1	60%	7,216	59%	17,474	0%	315	40.0%
10	中国奥园	3883 HK	52.6	58%	4,592	41%	11,450	12%	150	35.1%
11	首创置业	2868 HK	30.6	56%	1,422	128%	21,512	-32%	na	na
12	世茂	813 HK	121.8	52%	6,870	50%	17,729	1%	330	36.9%
13	时代	1233 HK	37.3	52%	1,925	9%	19,368	39%	110	33.9%
14	雅居乐	3383 HK	60.9	51%	3,929	43%	15,503	6%	150	40.6%
15	保利	600048 CH	234.9	51%	14,384	37%	16,331	10%	--	--
16	龙湖地产	960 HK	111.8	36%	6,538	35%	17,105	1%	310	36.1%
17	中国海外	688 HK	155.4	36%	7,676	22%	20,248	11%	--	--
18	禹洲	1628 HK	41.7	36%	2,314	21%	18,019	12%	110	37.9%
19	远洋	3377 HK	40.8	29%	2,244	35%	18,193	-5%	150	27.2%
20	碧桂园	2007 HK	249.8	21%	28,210	15%	8,854	6%	628	39.8%
21	万科	2202 HK	286.8	16%	17,956	14%	15,972	2%	--	--
22	恒大	3333 HK	285.2	5%	33,832	12%	8,428	-7%	750	38.0%

来源: 公司数据、港交所、农银国际证券

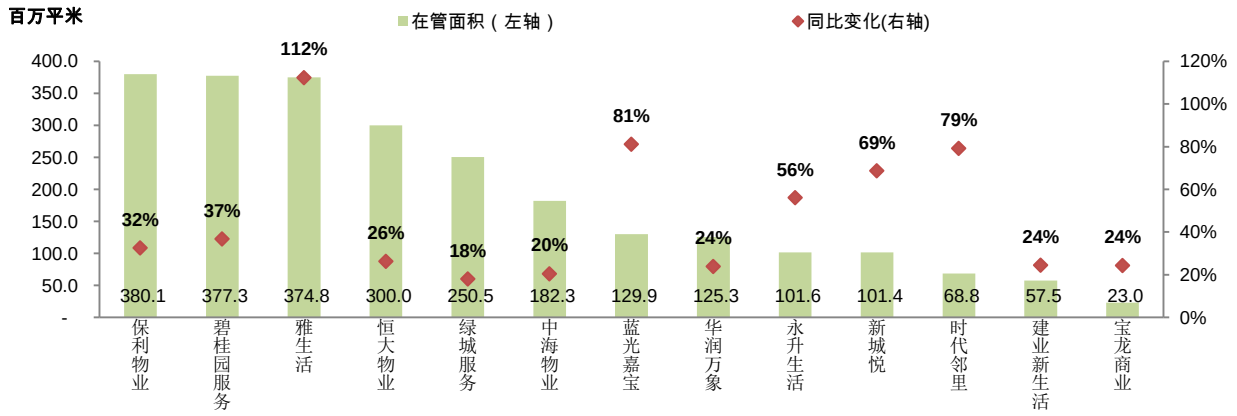
图 2: 主要上市开发商三条红线分类

	开发商	上市编号	三条红线分类	
			2020 年 12 月	2020 年 6 月
1	万科	2202 HK		
2	中国海外	688 HK		
3	碧桂园	2007 HK		
4	融创	1918 HK		
5	保利	600048 CH		
6	华润置地	1109 HK		
7	龙湖地产	960 HK		
8	世茂	813 HK		
9	龙光	3380 HK		
10	新城	1030 HK		
11	雅居乐	3383 HK		
12	旭辉	884 HK		
13	恒大	3333 HK		
14	合景泰富	1813 HK		
15	富力	2777 HK		
16	时代	1233 HK		
17	中国奥园	3883 HK		
18	佳兆业	1638 HK		
19	越秀	123 HK		
20	绿城	3900 HK		
21	宝龙	1238 HK		
22	金茂	817 HK		

注：在三条红线的制度下， 房企业被分为“红、橙、黄、绿”四个级别以限制借贷增长。 红/橙/黄/绿级别的房企借贷可增长 0%/5%/10%/15%。

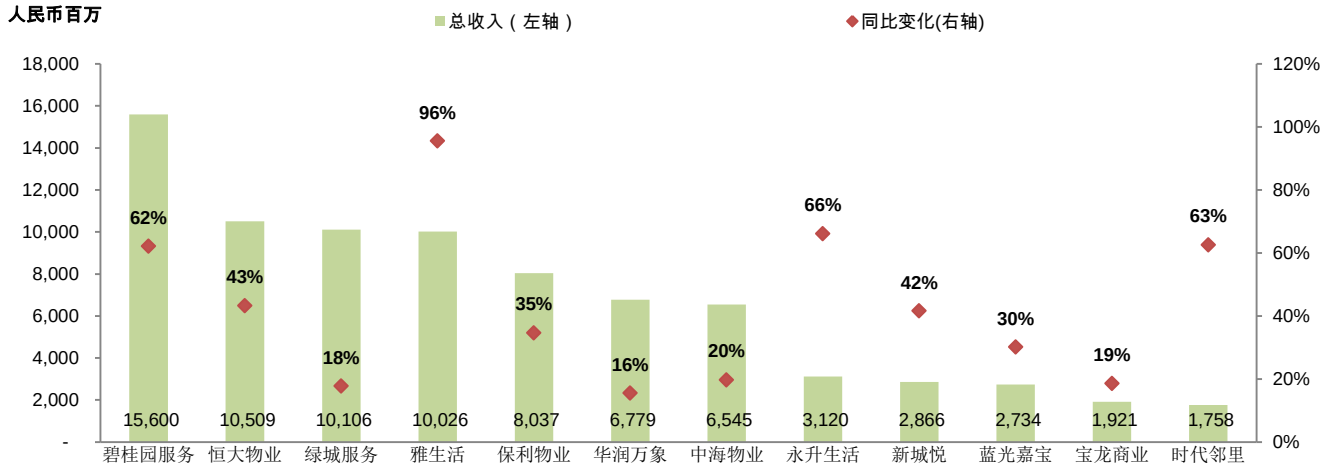
来源: 公司数据、农银国际证券

图 3: 主要上市物管公司在管面积 (2020)



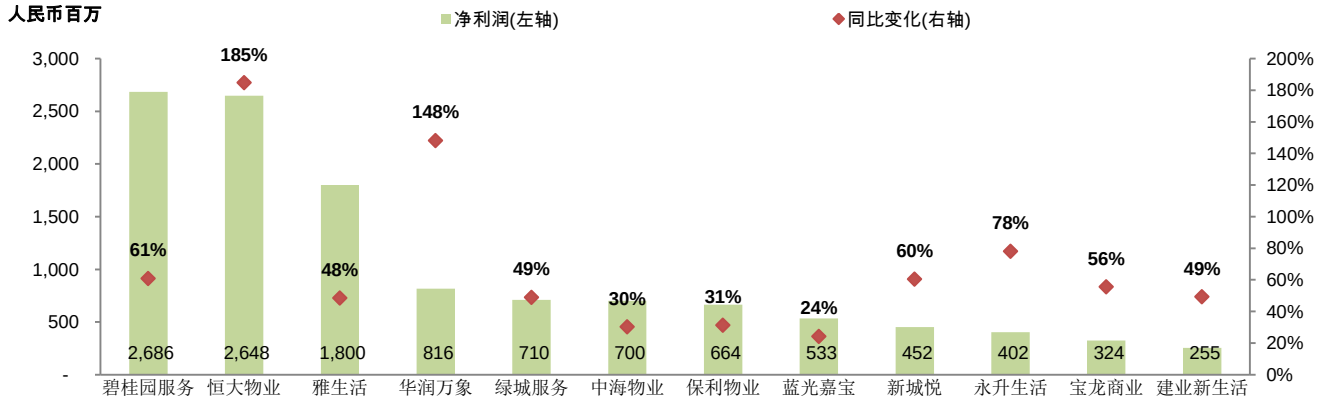
来源: 公司数据、农银国际证券

图 4: 主要上市物管公司总收入 (2020 年)



来源: 公司数据、农银国际证券

图 5: 主要上市物管公司净利润 (2020 年)



来源: 公司数据、农银国际证券

行业首选 (截至 2021 年 6 月 25 日)

公司名称	代码	评级	目标价(港元)	上升空间(%)	FY21E 市盈率(x)	FY22E 市盈率(x)	FY21E 市账率(x)	FY22E 市账率(x)	FY21E 股息率(%)	FY22E 股息率(%)
中国海外	688	买入	33.30	81.6%	3.6	2.9	0.48	0.43	7.1	8.7
宝龙地产	1238	买入	9.50	18.3%	4.9	3.7	0.60	0.55	9.4	11.9
恒大物业	6666	买入	21.50	134.2%	20.0	13.3	6.34	4.67	1.2	1.9

来源：彭博、农银国际证券预测

正面
中国替代能源业 – 新减排目标促进行业增长
吴景茎

主要数据	
21E 市盈率均值(x)	11.88
21E 市净率均值(x)	1.47
21E 股息率均值(%)	3.22

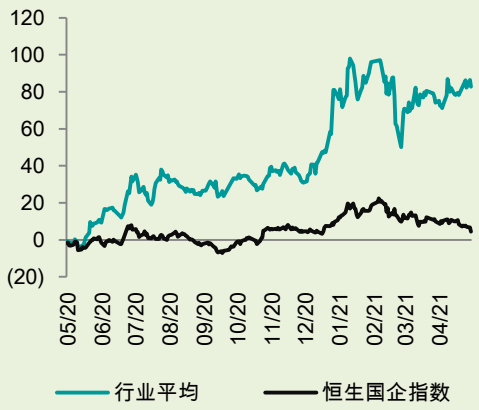
来源：彭博、农银国际证券预测

行业表现 (相对于恒生国企指数)	绝对值 (%)	相对值 (%)
1 个月	13.9	13.6
3 个月	20.5	21.3
6 个月	50.6	46.3

来源：彭博、农银国际证券

- 中国将在 2025 年年末将可再生能源装机容量目标提高到全国总装机容量的 50%
- 风电运营商将是碳中和政策的主要受益者；水电运营商是现金牛公司
- 我们看好**中国长江电力(600900 CH)**因其全球最大的运营规模和强劲的现金流是我们水电行业的首选

1 年行业表现 (%)



来源：彭博、农银国际证券

到 2060 年实现碳中和的愿景将加速中国替代能源的发展。在 2020 年 9 月的联合国大会期间，国家主席习近平宣布了 1)到 2030 年中国要达到碳排放峰值和 2)到 2060 年中国要实现碳中和的目标。这些目标在 2021 年 3 月的全国人大会议上得到了重申。碳中和愿景将促进替代能源的发展，特别是风电和太阳能，这是由于建设周期较短，将成为国家在替代能源上的首选。

国家能源局 (NEA)：到 2025 年可再生能源装机容量将占全国总装机容量的 50%。国家能源局于 2021 年 3 月底宣布，政府将提高可再生能源(包括风电、太阳能、水电和生物质能)的装机容量，目标是到 2025 年底，达到全国总装机容量的 50%。该目标表明，目前的可再生能源装机容量将在未来至少增长 74%，或者在 2020-2025 年达到年均复合增长率 11.7%。我们相信清洁能源的大力推动将为风电和太阳能行业带来巨大机遇。

水力发电：由于地理限制，不太可能成为燃煤发电的主要替代品。水电的发电量和装机容量的增长受到地理环境和水资源(例如降雨量)的限制； 由于中国主要河流已建成大型水坝，装机容量扩张将受到限制；我们认为水电不太可能成为中国燃煤发电的主要替代品。

但是，水电运营商是现金牛。由于单位发电成本低，水电运营商的毛利率较高。此外，由于水电电价为人民币 0.24 元/千瓦时(不含增值税)，远低于燃煤电价(人民币 0.35 元/千瓦时，不含增值税)，因此无需电价补贴，避免了高额应收账款的问题(风电和太阳能运营商因地方政府拖延支付电价补贴，应收账款偏高)。在没有重大扩充计划的情况下，水电运营商通常拥有强劲的现金流，特别是在流动性短缺的时候，是一个很好的投资标的。

水电：2021 年/ 2022 年装机容量将同比增长 4% / 2%。我们认为，由于地理因素限制(例如需要有河流的丘陵地形)，中国水电的装机容量增长将相当有限。由于大型河流(如长江、黄河等)已开发了水电设施，装机容量增长空间有限。因此，我们预计 2021 年 / 2022 年中国水电装机容量将同比增长 4% / 2%。

核电：政策变化将减缓装机容量增长。中国雄心勃勃的碳中和政策将推动风电、太阳能的装机容量快速增长。为了要在 2030 年达到碳排放峰值，建设速度至关重要。核电建设周期较长，因此在这方面不能满足国家需求。

核电：2021 年 / 2022 年中国核电装机容量将同比增长 7% / 6%。2011-2018 年全国核电装机容量以 20%的年均复合增长率快速增长，但自那时以后，增长放缓。2019 年全国装机容量扩张只录得同比增长 2.4%。未来几年，中国

核电由于建设周期较长，装机容量增长速度将不会像风能和太阳能那样快。按照计划，2021 年，田湾 6 号机组(浙江省)、福清 6 号机组(福建省)和红沿河 5 号机组(辽宁省)的新核电站可能会投运，全国新增装机容量为 3.4 吉瓦。2022 年，红沿河 6 号机组(辽宁省)和防城港 3、4 号机组(广西省)预计将投产，全国新增装机容量为 3.5 吉瓦。总括而言，在 2021 年 / 2022 年装机容量将同比增长 7% / 7%的背景下，我们预计中国核电发电量将同比增长 7% / 6%。

风电：2030 年碳达峰，2060 年碳中和的目标将加速风电的发展。核电站建设周期需要五到八年时间，水电站则通常需要不少于五年的时间。相比之下，风电和太阳能发电站通常只需要六个月的建设期，因此考虑到要快速实现这些碳排放目标，风电和太阳能将是首选。我们预计中国风电的装机容量增长将会加速。

风电：2021 年 / 2022 年中国风电发电量将同比快速增长 27% / 26%，主要是受到装机容量快速增长带动。尽管电价补贴逐步取消，我们认为碳排放目标将在未来几年刺激中国风电装机容量的增长。我们之前估计，2021 年中国风电装机容量将同比增长 11%，主要是因为预期平价上网政策会降低运营商投资扩产的动力； 然而，随着碳排放目标的制定，对风电的需求将会大幅增加。因此我们将 2021 年 / 2022 年风电装机容量增长预测上调至同比增长 28% / 25%，风电发电量则同比增长 27% / 26%。

长期展望

核电：要在 2030 年实现碳达峰，建设速度至关重要。核电建设周期长，安全标准要求高，在这方面存在不足。 因此，未来几年核电很可能只有温和增长。

水电：水电是中国成本最低的能源，因此受到政府的青睐。然而，水电的发展高度依赖于地理因素，因此未来不太可能有大幅的增长。

风电：中国的碳排放目标将有利于风电，未来其装机容量和发电量增长将处于双位数水平。

短期展望

核电运营商：缺乏新开工的核电站将抑制发电量增长。

水电运营商：地理限制会阻碍水电的发展，因此发电量增长将会很温和。

风电运营商：装机容量和发电量将会高速增长。

股票推荐

中国长江电力(600900 CH)是我们的首选。我们相信，全球最大的水电运营商长江电力将继续保持行业领先地位。 中国到 2060 年实现碳中和的目标对长江电力来说是一个长期的积极因素，因为水电是一种发电成本低的清洁能源.

风险因素

- **核电运营商：**

1) 操作安全风险； 2) 施工风险； 3) 燃料成本风险； 4) 电价风险； 5) 货币和利率风险； 6) 并购募资活动风险。

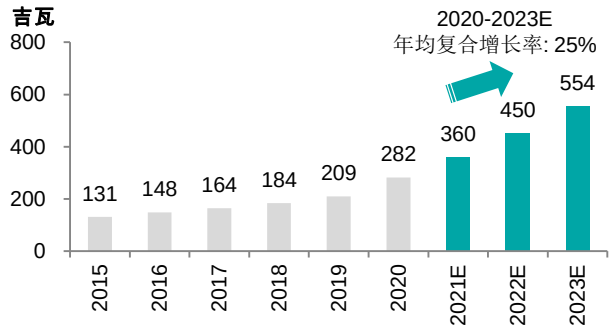
- **水电运营商：**

1)大面积干旱将影响发电量； 2) 施工风险； 3) 并购募资活动风险； 4) 安全风险； 5)政策风险。

- **风电运营商：：**

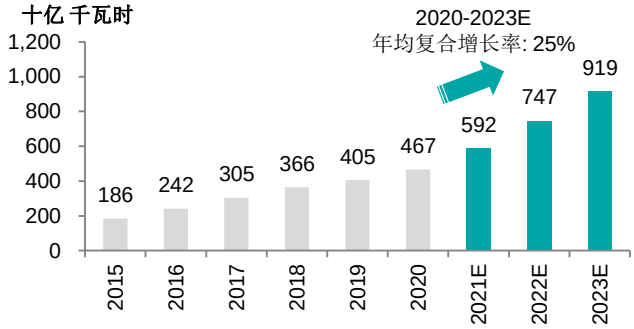
1) 弃风限电风险； 2) 风资源风险； 3) 电价风险； 4) 施工风险； 5) 融资风险 6) 政府去杠杆政策可能会限制增长

图 1: 中国风电装机容量展望



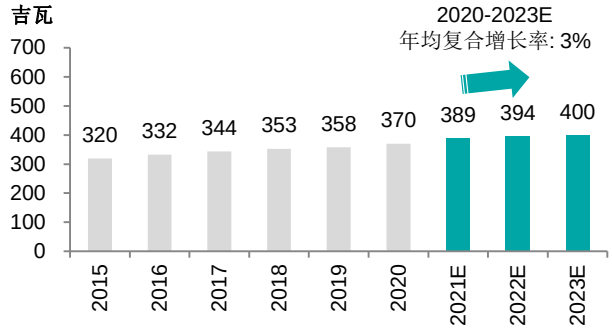
来源：能源局、中电联、农银国际证券预测

图 2: 中国风电发电量展望



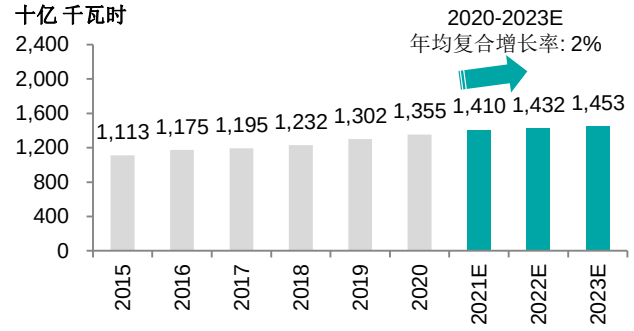
来源：能源局、中电联、农银国际证券预测

图 3: 中国水电装机容量展望



来源：能源局、中电联、农银国际证券预测

图 4: 中国水电发电量展望



来源：能源局、中电联、农银国际证券预测

行业首选(截至 2021 年 6 月 25 日)

公司	代号	评级	目标价 人民币	升幅 (%)	FY21E 市盈率 (X)	FY22E 市盈率 (X)	FY21E 市净率 (X)	FY22E 市净率 (X)	FY21E 股息率 (%)	FY22E 股息率 (%)
中国长江电力	600900	买入	23.00	11.4	17.4	12.7	2.6	2.4	3.8	5.1

来源：彭博，农银国际证券预测

中性
中国机场业 – 国内旅客将是近期的重点
吴景荃

主要数据	
21E 市盈率均值(x)	333.74
21E 市净率均值(x)	1.64
21E 股息率均值(%)	0.46

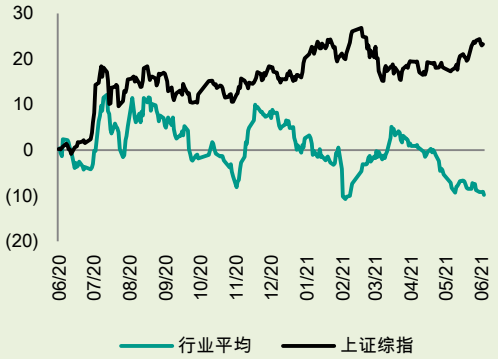
来源：彭博、农银国际证券预测

行业表现 (相对于上证综指)	绝对值 (%)	相对值 (%)
1 个月	(1.9)	(6.5)
3 个月	(11.5)	(14.0)
6 个月	(11.5)	(15.8)

来源：彭博、农银国际证券

- 全球疫苗接种率仍然较低，抑制了中国的国际旅客运输量
- 国内旅客是机场近期的主要收入来源
- 预计 2021 年 / 2022 年中国航空旅客运输量将同比增长 12% / 19%
- 2021 年 / 2022 年全国货物运输量将同比增长 23% / 6%
- **深圳机场(000089 CH)**是我们在中国机场板块的首选，因为深圳地区人口增长强劲，国内旅客占比率较高

1 年行业表现 (%)



来源：彭博、农银国际证券

全球疫苗接种率仍较低，压制中国国际旅客运输量。根据 BBC 和 Our World in Data 的数据，截至 2021 年 6 月 28 日，英国、美国、法国和德国的疫苗接种率(每 100 人接种总数)分别为 114.9、96.3、75.5 和 85.3。 在亚洲，中国、日本、韩国和印度的疫苗接种率分别为 80.8、29.4、36.7 和 22.8。虽然欧洲国家的疫苗接种率较高，但亚洲国家普遍较低，因此国际航班不太可能在短期大幅度恢复，特别是因为世界各国政府都对病毒变种保持高度警惕。我们认为中国的国际旅客运输量将受到抑制，国内旅客将是对机场行业的关键支撑。

预计中国 2021 年 / 2022 年航空旅客同比增长 12% / 19%。受新冠疫情的影响，2020 年中国航空旅客人数同比下降 37%至 4.18 亿人，为 2014 年以来的最低水平。自 2020 年 4 月以后，情况开始部分恢复，我们预计 2021 年中国航空旅客人数将同比增长 12%，主要是因为国内旅客将同比增长 14%的带动；2021 年外国旅客将同比下降 80%。至于 2022 年，我们预计国内旅客将同比增长 19%，达到 2019 年水平的 94%；随着疫苗接种率的上升，外国旅客将同比增长 300%，从而使总旅客人数同比增长 19%。综上所述，我们认为未来三年中国旅客人数将主要依赖国内旅客。 因此，投资者应更多关注国内旅客占比较高的机场运营商。

2021 年 / 2022 年全国货物运输量同比增长 23% / 6%。2020 年全国货物运输量同比下降 10%，但反弹迅速而强劲。根据中国民航总局(CAAC)数据，2021 年 3 月货物运输量为 0.65 吨，同比增长 35%，达到 2019 年 3 月的 104%，完全从疫情冲击中恢复。2021 年，大部分地区出行仍受限制，商品需求旺盛，带动货物空运服务需求。因此我们预计货物运输量在 2021 年将同比增长 23%；至于 2022 年，随着疫情影响的消退，对货物空运的需求将减弱，因此我们预计货物运输量将同比增长 6%。与旅客运输量不同，我们认为，由于对外国货物的需求将保持强劲，未来三年外国货物运输量将占总货物运输量的 30% 以上。

中国不同地区的人口增长。根据住房和城乡建设部(MOHURD)的数据，深圳地区是中国沿海地区中人口增长最快的地区。

上海地区： 2019 年上海地区(包括上海、无锡、苏州、常州、常熟、南通和嘉兴 七个城市)的总人口达到 4,430 万人，比 2018 年增长 3.3%； 2015-2019 年人口年均复合增长率为 1.8%；

深圳地区：2019 年深圳地区(包括深圳、江门、东莞、中山四个城市)总人口达到 2,850 万人，比 2018 年增长 20.4%；2015-2019 年人口年均复合增长率为 6.8%；

广州地区： 2019 年广州地区(包括广州、佛山、肇庆、四会、清远、英德六个城市)总人口达到 3,070 万人，比 2018 年增长 8.4%； 2015-2019 年人口年均复合增长率为 2.7%；

首都地区： 首都地区(包括北京、保定、涿州、廊坊四个城市) 2019 年总人口达到 2,640 万人，比 2018 年下降 0.3%；2015-2019 年人口年均复合增长率为零；

厦门地区： 2019 年厦门地区(包括厦门、漳州、龙海、龙岩四个城市)总人口达到 840 万人，比 2018 年增长 4.0%；2015-2019 年人口年均复合增长率为 2.9%；

由于东莞和中山的流动人口不断增加，深圳地区在 2019 年的人口增长率最高。东莞常住人口增长强劲(同比增长 9.9%)；深圳市为 3.2%。我们认为深圳和东莞的强劲人口增长将推高当地航空旅客人数。

中国人均航空率较低，显示航空业潜力巨大。我们认为，随着人均可支配收入的增加，中国较低的人均航空率(代表每个中国居民每年乘坐飞机的次数)将推动对航空旅行的需求。世界银行的数据显示，2019 年中国人均航空率(航空旅客人数除以总人口数)为 0.47，远低于美国的 2.82、英国的 2.13、韩国的 1.79、德国的 1.32；也低于泰国和越南等亚洲发展中国家，它们的数字分别为 1.12 和 0.55。我们认为，随着人均可支配收入的增加，中国居民乘坐飞机的次数会增加，有利航空及机场行业快速发展。

城镇化的推进将使主要城市的机场受益最大。中国政府一直在推进城镇化，以帮助降低医院、公园和学校等公共设施的单位成本。较高的就业机会和生活水平吸引了大量人口涌入大城市，为机场带来了更多机会，尤其是北京、上海、广州、深圳等一线城市。 根据国家统计局(NBS)的数据，中国城镇人口从 2004 年的 5.41 亿增加到 2019 年底的 8.48 亿，15 年间增长了 62%或年均复合增长率为 3%。大型城市人口的提升将有利于当地机场的发展。

长期展望

我们认为，中国人均航空率较低将是一个长期利好因素，因为人均可支配收入的增加将刺激旅行需求并使机场受益。此外，城镇化率的上升，将带动主要城市的人口增长，将为机场带来更多客户。

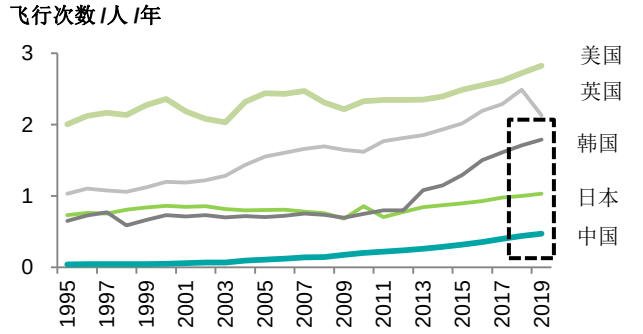
短期展望

全球疫苗接种率低正在拖累航空业的复苏；有大量国际航班的机场将受到最严重的打击。国内旅客很可能成为近期机场的主要收入来源。

风险因素

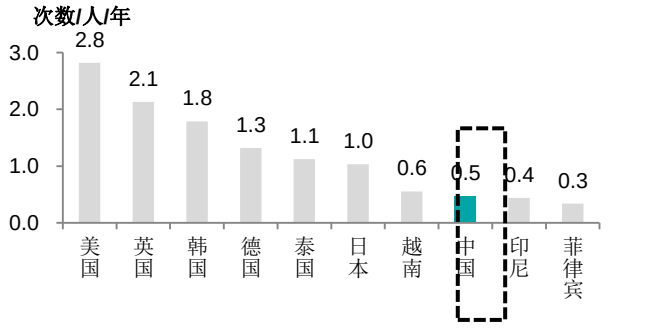
1)疾病爆发会减少出行需求； 2)经济放缓将减少可支配收入和出行需求； 3) 高速铁路技术的进步将降低短途航班需求； 4) 对恐怖袭击的恐惧可能会减少航空旅行； 5) 地震等自然灾害会减少游客流量和出行需求

图 1: 世界人均航空率比较



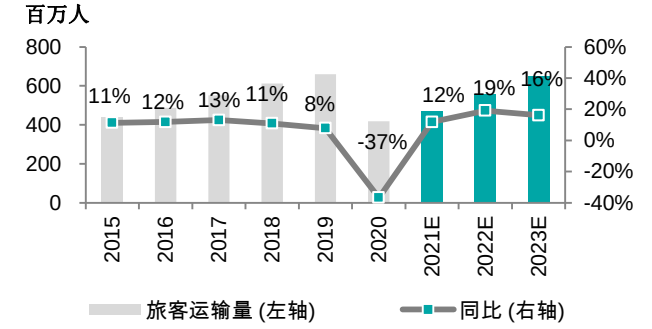
来源：世界银行、农银国际证券

图 2: 世界人均航空率比较 (2019 年)



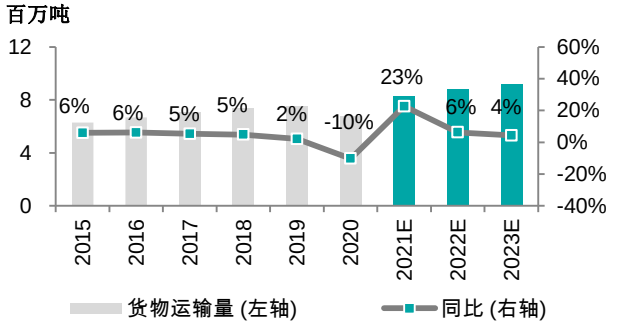
来源：世界银行、农银国际证券

图 3: 中国的航空旅客运输量将增长强劲



来源：住房和城乡建设部、民航总局、农银国际证券预测

图 4: 中国的航空货物运输量



来源：住房和城乡建设部、民航总局、 农银国际证券预测

行业首选(截至 2021 年 6 月 25 日)

公司	代号	评级	目标价 (人民币)	升幅 (%)	FY21E 市盈率(x)	FY22E 市盈率 (x)	FY21E 市净率 (x)	FY22E 市净率(x)	FY21E 股息率 (%)	FY22E 股息率 (%)
深圳机场	000089 CH	买入	9.50	19.8	30.3	19.8	1.3	1.3	0.8	1.3

来源：彭博、农银国际证券预测

正面
中国消费业 – 消费市场复苏面临一定挑战
潘泓兴

主要数据	
21E 市盈率均值(x)	29.0
21E 市净率均值(x)	4.1
21E 股息率均值(%)	2.4

来源:彭博、农银国际证券预测

行业表现 (相对于恒指)	绝对值 (%)	相对值 (%)
1 个月	2.49	1.19
3 个月	9.64	4.66
6 个月	9.88	(1.12)

来源:彭博、农银国际证券

- 全国零售销售增速在过去几个月内出现波动，显示出消费市场复苏仍面临挑战
- 猪肉价格下降，导致食品 CPI 和整体 CPI 相对温和
- 新生儿数量下降对消费市场有长远影响
- 我们偏好具有防守性的行业龙头；首选包括**农夫山泉(9633 HK)**和**伊利(600887 CH)**

1 年股价表现(%)



来源:彭博、农银国际证券

消费市场复苏仍面临挑战。全国零售销售同比增长从今年 4 月的 17.7%放缓到 5 月的 12.4%。在所有的产品类别中，“服装鞋帽、针纺织品类”以及“金银珠宝类”的增幅下降最为明显，而“粮油、食品类”以及“文化办公用品类”的增速反而有所提升。我们认为，整体经济复苏的不确定性以及新冠疫情复苏的可能性是消费市场复苏的主要障碍。

食品通胀压力有所下降。最近大宗商品价格上涨推动 CPI 的上涨。在今年 5 月，CPI 同比涨 1.3%，其中非食品 CPI 和食品 CPI 分别同比上涨 1.6%和 0.3%。猪肉价格下降是导致食品 CPI 相对较低的原因。猪肉周批发均价已经从 2020 年 2 月份 59.64 人民币元/公斤的高位下滑到 2021 年 6 月第四周的 24.6 元人民币/公斤，主要受到龙头生猪养殖企业在 2021 年继续提高其产出所影响。在今年年初的政府工作报告中曾明确指出今年 CPI 的目标是 3%，而目前 CPI 的走势仍远低于该目标。我们认为，较低的通胀率对消费有正面的作用。

新冠疫情为市场带来不确定性。最近广东省出现的新一轮新冠疫情显示新冠疫情再出现的可能性并未消除。自从新冠疫情出现以来，消费者的保守态度也反映在全国居民人均消费增长上，并仅在今年第一季度才重新超越人均可支配收入的增长。因此，消费者对于新冠疫情重现的担忧将会使消费市场的复苏出现波动。

新生儿数量继续下降。全国新生儿数量在 2020 年同比下降 18.1%到 1200 万人，同时也标志着新生儿数量下降进入第四年。为了扭转这一趋势，政府最近公布将会实施三孩政策。若整体的生育意愿未能有效提高，长期人口下降将会意味着消费者数量的下降以及人口年龄分布的变化，为消费市场带来长远的影响。

长线展望

若整体的生育意愿未能有效提高，新生儿数量继续减少将会导致整体人口的结构出现变化。首先，消费者基数减少将会意味着需求减少。同时人口年龄分布变化也意味着消费者的消费习惯将逐渐改变。

短线展望

最近广东地区的新冠疫情将会对消费市场的复苏带来挑战。此外，消费者依然受到疫情后相对保守的消费习惯以及经济复苏的不确定性所限制。但是，整体通胀水平仍处于较低水平，对消费市场复苏是利好因素。

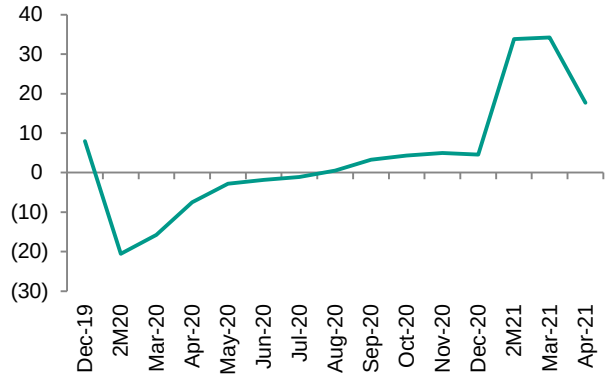
股票推荐

我们认为，消费行业龙头仍具有吸引力。**农夫山泉(9633 HK)**和**伊利(600887 CH)**是我们的首选。

风险因素

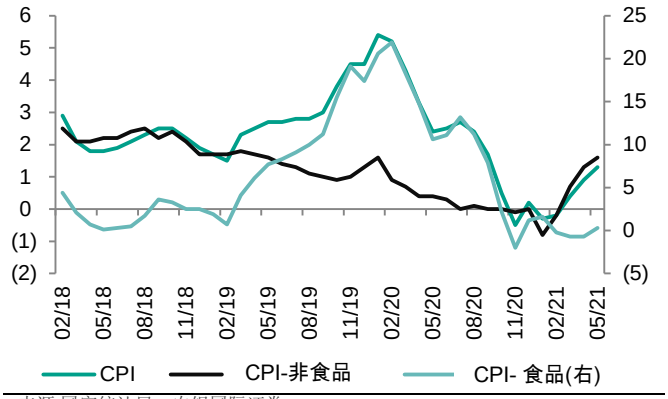
1) 宏观经济风险;2)政策风险;3)产品质量风险;4)大宗商品价格波动风险;5)人口风险;6)疫情风险。

图 1: 全国零售销售增长 (同比 %)



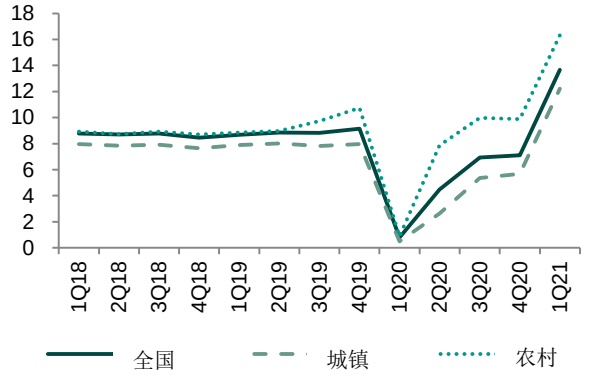
来源:国家统计局、农银国际证券

图 2: CPI (同比 %)



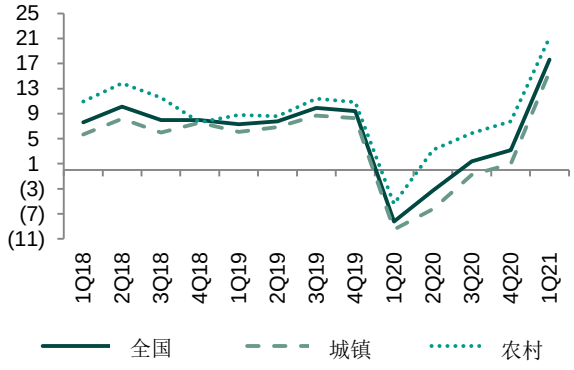
来源:国家统计局、农银国际证券

图 3: 全国居民人均可支配收入变化(同比%)



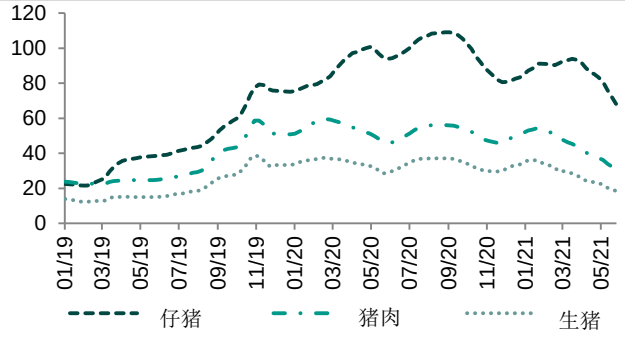
来源: 国家统计局、农银国际证券

图 4: 全国居民人均消费支出变化(同比%)



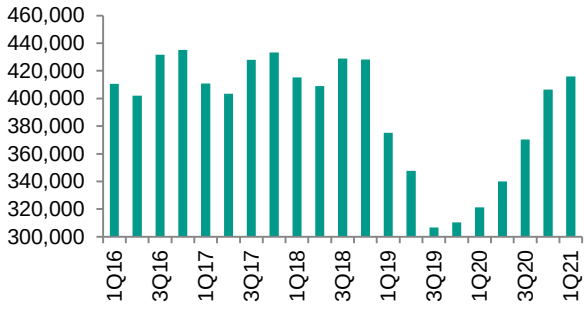
来源: 国家统计局、农银国际证券

图 5: 全国生猪、仔猪、猪肉周平均价格 (人民币/公斤)



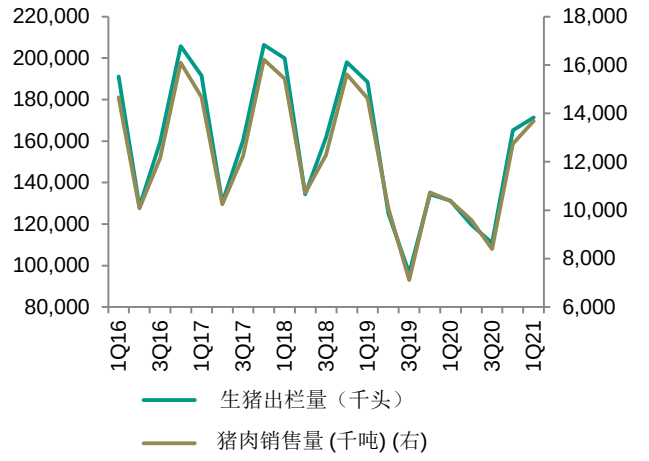
来源:农业部、农银国际证券

图 6: 全国生猪存栏量(千头)



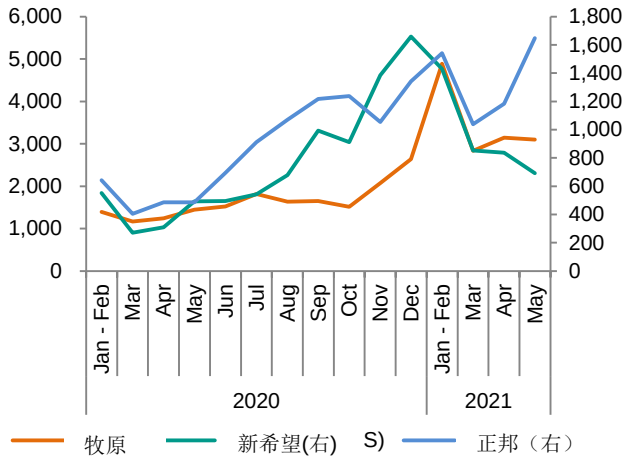
来源:国家统计局、农银国际证券

图 7: 全国生猪出栏及猪肉销售量



来源: 国家统计局、农银国际证券

图 8:生猪养殖龙头销售量(千头)



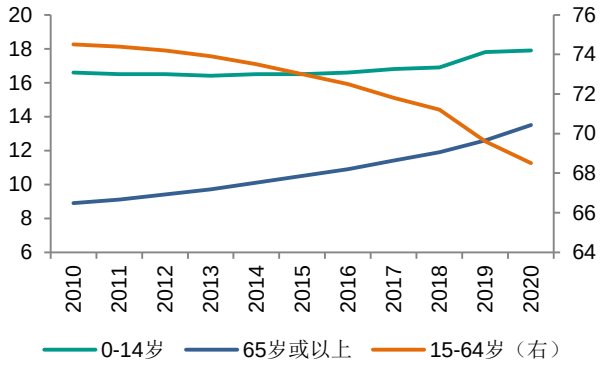
来源:公司、农银国际证券

图 9: 中国新生儿数量(千人)



来源：国家统计局、农银国际证券

图 10: 中国人口年龄分布(%)



来源：国家统计局、农银国际证券

行业首选 (截至 2021 年 6 月 25 日)

公司名称	代码	评级	目标价	上升空间 (%)	FY21E 市盈率(x)	FY22E 市盈率(x)	FY21E 市净率(x)	FY22E 市净率(x)	FY21E 股息率 (%)	FY22E 股息率 (%)
农夫山泉	9633 HK	买入	HK$ 45.8	12.1	65.37	53.96	20.35	16.11	0.47	0.56
伊利	600887 CH	买入	人民币 45.6	21.9	24.61	20.22	6.86	6.22	2.86	3.48

注：以上公司的财年均在 12 月 31 日结束
来源：彭博、农银国际证券预测

中性
中国教育业 – 政策环境改变使高等教育板块更具吸引力
潘泓兴

主要数据	
21E 市盈率均值(x)	12.8
21E 市净率均值(x)	2.2
21E 股息率均值(%)	3.1

来源:彭博、农银国际证券预测

行业表现(相对于恒指)	绝对值(%)	相对值(%)
1 个月	(14.98)	(16.29)
3 个月	(27.91)	(32.88)
6 个月	68.56	57.56

来源:彭博、农银国际证券

- 政策环境持续变化，高等教育行业的发展获得法律基础；而课外辅导行业目前政策不确定性较高，未来受到更多的政策规管的可能性较大
- 2020 年全国学生人数持续上升，但小学及初中新生人数出现下降
- 新生儿数量持续下降会对行业造成长期影响
- 首选高等教育板块；我们推荐**中教控股(839 HK)**和**中汇集团(382 HK)**

1 年股价表现(%)



来源:彭博、农银国际证券

行业政策持续改变。最近有多项针对教育行业的政策出台。针对正规教育板块，教育部公布了《中华人民共和国民办教育促进法实施条例》(“民促法实施条例”)将会在今年 9 月 1 日开始生效。“民促法实施条例”的公布为民办教育的发展提供了法律基础。本次公布的实施条例政策方向与民促法送审稿基本一致——相对高中、职业教育、高等教育阶段学校，幼儿园及义务教育阶段(小学+初中)学校仍将会受到较多的政策规管。此外，针对幼儿园及中小学减负，教育部先后公布了《教育部办公厅关于进一步加强中小学生睡眠管理工作的通知》《教育部关于大力推进幼儿园与小学科学衔接的指导意见》《教育部办公厅关于加强义务教育学校作业管理的通知》《未成年人学校保护规定》。以上政策都有针对课外辅导行业的措施。我们认为，“民促法实施条例”将有利于高等教育板块未来发展；根据目前教育部公布的政策，课外辅导行业将会面临更多的政策不确定性，未来受到更多政策规管的可能性较大。

全国学生规模在 2020 年继续增长。根据教育部数据，在 2020 年，全国的学前教育、小学、初中、高中、高等教育的在校生人数分别同比增长 2.2%、1.6%、1.8%、3.3%、4.5%。尽管如此，在 2020 年，小学和初中的新生人数分别下跌约 60 万人和 10 万人。虽然新生人数下降相比整体的学生人数规模仍较小，但是这也可能预示出生人口下降已经开始影响全国的学生人数规模。

人口基本面改变对行业有长远影响。根据统计局的数据，2020 年全国新生儿数量同比下跌 18.1%到 1200 万人，同时也标志着新生儿数量下降进入第四年。如果新生儿数量下跌的趋势不可逆转，未来教育行业将会面临生源减少的长期风险。其影响将会从基础教育板块逐渐传导到高等教育板块。

长线展望
如果整体的生育意愿未能有效提高，教育行业未来将会面临生源减少的风险。此外，我们预期 K-9 教育阶段将会面临较严的政策监管。

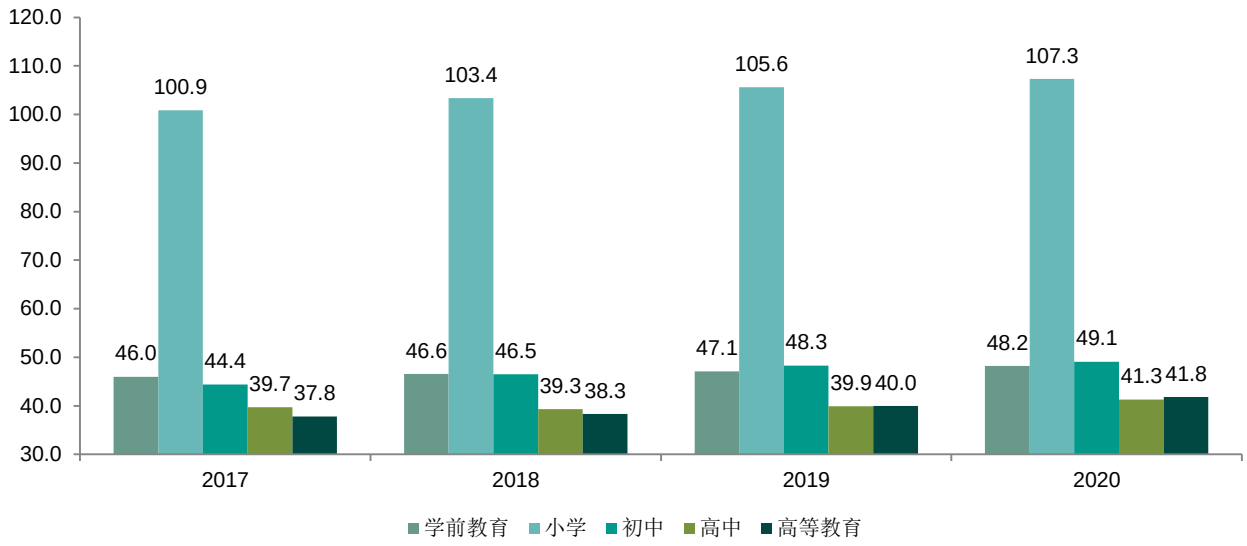
短线展望
政府目前希望通过减少学生和家长的负担，从而间接提高生育意愿，因此我们预期课外辅导行业将会受到逐步增加的政策监管影响。同时，政策环境对高等教育板块提供较多的支持，对该板块企业发展有利。

股票推荐
我们目前看好高等教育板块，特别是行业中的龙头企业或者学校网络覆盖经济发达地区的企业。我们的行业首选包括**中教控股(839 HK)**和**中汇集团(382 HK)**。

风险因素

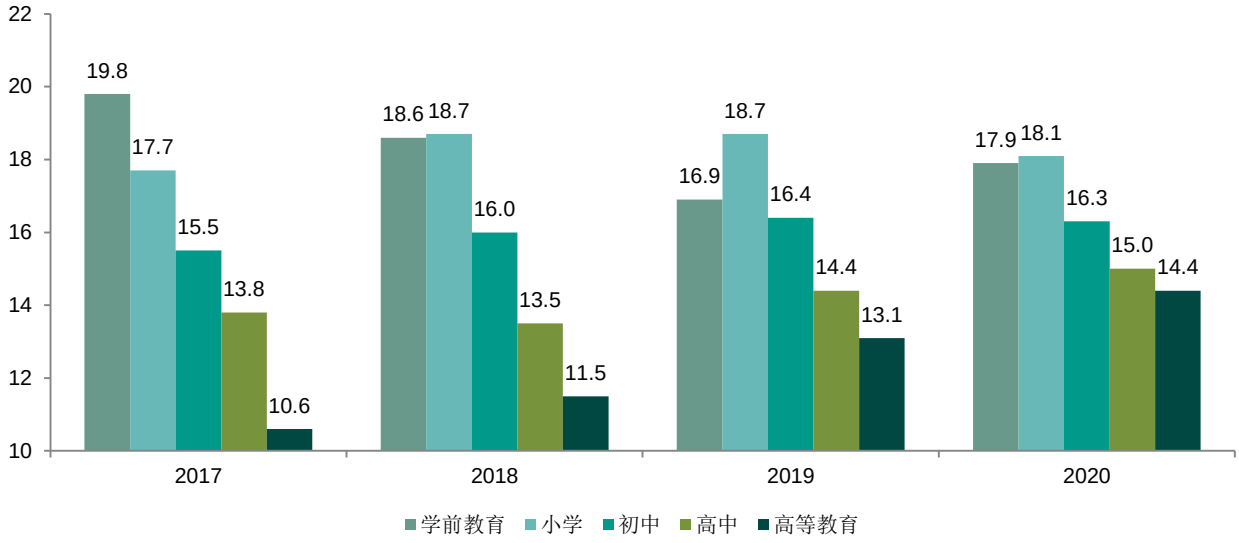
1)人口风险;2)政策风险;3)教育质量及学生退学风险;4)运营及声誉风险;5)扩张瓶颈风险;6)疫情风险。

图 1: 全国在校生规模(百万人)



来源：教育部、农银国际证券

图 2: 全国新生规模(百万人)



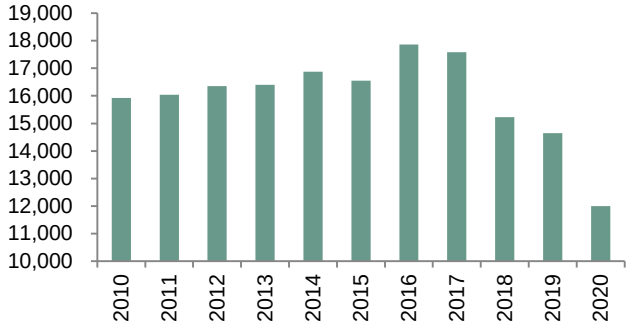
来源：教育部、农银国际证券

图 3:政策/法规亮点

政策/法规	亮点
《中华人民共和国民办教育促进法实施条例》	➢ 在中国境内设立的外商投资企业以及外方为实际控制人的社会组织不得举办、参与举办或者实际控制实施义务教育的民办学校；举办其他类型民办学校的，应当符合国家有关外商投资的规定。 ➢ 任何社会组织和个人不得通过兼并收购、协议控制等方式控制实施义务教育的民办学校、实施学前教育的非营利性民办学校。 ➢ 实施义务教育的民办学校不得与利益关联方进行交易。其他民办学校与利益关联方进行交易的，应当遵循公开、公平、公允的原则，合理定价、规范决策，不得损害国家利益、学校利益和师生权益。民办学校应当建立利益关联方交易的信息披露制度。教育、人力资源社会保障以及财政等有关部门应当加强对非营利性民办学校与利益关联方签订协议的监管，并按年度对关联交易进行审查。前款所称利益关联方是指民办学校的举办者、实际控制人、校长、理事、董事、监事、财务负责人等以及与上述组织或者个人之间存在互相控制和影响关系、可能导致民办学校利益被转移的组织或者个人。 ➢ 实施学前教育、学历教育的民办学校享有与同级同类公办学校同等的招生权，可以在审批机关核定的办学规模内，自主确定招生的标准和方式，与公办学校同期招生。 ➢ 民办学校享受国家规定的税收优惠政策；其中，非营利性民办学校享受与公办学校同等的税收优惠政策。
《未成年人学校保护规定》	➢ 学校不得与校外培训机构合作向学生提供有偿的课程或者课程辅导。
《教育部办公厅关于加强义务教育学校作业管理的通知》	➢ 严禁校外培训作业。各地要按国家有关规定，把禁止留作业作为校外培训机构日常监管的重要内容，坚决防止校外培训机构给中小学生留作业，切实避免校内减负、校外增负。
《教育部关于大力推进幼儿园与小学科学衔接的指导意见》	➢ 加大综合治理力度。各级教育部门要会同有关部门持续加大对校外培训机构、小学、幼儿园违反教育规律行为的治理力度，开展专项治理。落实国家有关规定，校外培训机构不得对学前儿童违规进行培训。小学严格执行免试就近入学，严禁以各类考试、竞赛、培训成绩或证书等作为招生依据，坚持按课程标准零起点教学。幼儿园满足需要的地方，小学不得举办学前班。幼儿园不得提前教授小学课程内容，不得布置读写算家庭作业，不得设学前班，幼儿园出现大班幼儿流失的情况，应及时了解原因和去向，并向当地教育部门报告。教育部门应根据有关线索，对接收学前儿童违规开展培训的校外培训机构进行严肃查处并列入黑名单，将黑名单信息纳入全国信用信息共享平台，按有关规定实施联合惩戒。对办学行为严重违规的幼儿园和小学，追究校长、园长和有关教师的责任。
《教育部办公厅关于进一步加强中小学生睡眠管理工作的通知》	➢ 各地教育部门要会同相关部门切实加强对辖区内注册登记或备案的线上培训网课平台、网络游戏的规范管理，采取技术手段进行监管，确保线上直播类培训活动结束时间不得晚于 21:00。

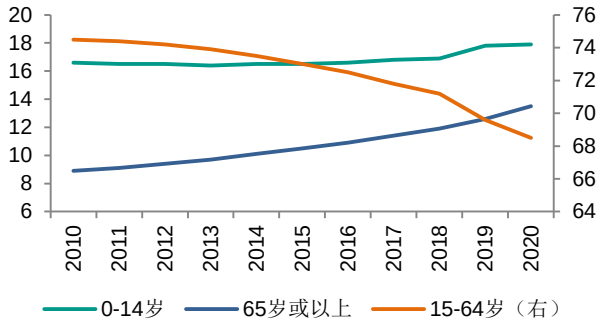
来源：教育部、农银国际证券

图 4: 中国新生儿数量(千人)



来源：国家统计局、农银国际证券

图 5: 中国人口年龄分布(%)



来源：国家统计局、农银国际证券

行业首选 (截至 2021 年 6 月 25 日)

公司名称	代码	评级	目标价(港元)	上升空间(%)	FY21E 市盈率(x)	FY22E 市盈率(x)	FY21E 市净率(x)	FY22E 市净率(x)	FY21E 股息率(%)	FY22E 股息率(%)
中教控股	839 HK	买入	20.0	13.0	28.98	21.65	2.96	2.72	1.23	1.65
中汇	382 HK	买入	13.1	73.7	14.72	10.00	2.86	2.23	2.43	3.57

注：以上企业的财年均在 8 月 31 日结束
来源:彭博、农银国际证券预测

正面
中国电信业 – 移动 ARPU 将在 2021 年反弹
黎柏坚

主要数据	
21E 市盈率均值(x)	14.1
21E 市净率均值(x)	2.0
21E 股息率均值(%)	1.9

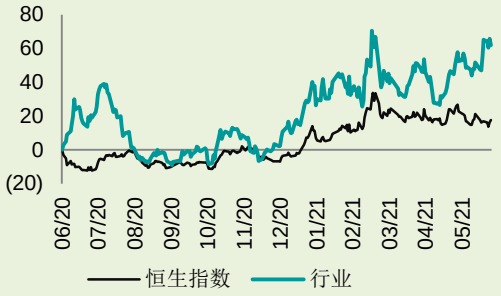
来源:彭博、农银国际证券预测

行业表现 (相对于恒指)	绝对值 (%)	相对值 (%)
1 个月	0.5	(0.1)
3 个月	(4.7)	(1.2)
6 个月	19.1	7.7

来源:彭博、农银国际证券

- 电信运营商的移动 ARPU 正在提升，因受益于 5G 用户渗透率的上升
- 我们预测 2021 年中国 5G 用户渗透率将达 31.0%
- 行业首选是中国移动(941 HK)。中国移动的股息收益率高，资产负债表状况良好，并在中国的电信行业中占据主导地位

1 年股价表现(%)



来源:彭博、农银国际证券

我们预测 2021 年国内 5G 用户将超过 5 亿。截至 2021 年 5 月中国移动(941 HK)、中国联通(762 HK)、中国电信(728 HK)的移动用户市场份额分别为 58.6%/ 19.2%/ 22.2%。中国移动凭借良好的网络覆盖和优质的服务，在移动市场中保持着最高的市场份额。电信运营商正通过推出最新的 5G 智能手机和推出竞争性的服务套餐，促进 5G 用户的增长。我们预计 2021 年的资本开支将同比升 2.3%。5G 基站已达 95 万个，覆盖全国大部分城市。我们预计到 2021 年 5G 基站将达到 130 万个，因需要建立独立的 5G 网络。2021 年 5 月 5G 用户已超过 3 亿，我们预计 2021 年 5G 用户将超过 5 亿，受服务资费降低和新 5G 智能手机推出的推动。我们预计 2021 年 5G 用户渗透率将达到 31.0%。

2021 年新应用将支持有线业务发展。 由于云计算、大数据、家庭办公和家庭娱乐的增长，对有线宽带网络的需求强劲。我们预计 2021 年中国有线宽带市场将随着网络速度和 IPTV 利用率的提高而稳步增长。截至 2021 年 5 月中国移动、中国联通、中国电信的有线宽带用户市场份额分别为 46.8%/18.8%/34.4%。由于推出了高效的定价策略和营销计划，中国移动在有线宽带的市场份额最高。我们预计有线宽带将得到智能家居、AR/VR、4K 电视娱乐等一系列新应用的支持。

我们预测 2021 年全球智能手机出货量将同比增长 8.0%。根据 IDC 的数据，全球智能手机出货量在 2021 年第 1 季度为 3.45 亿部，同比增长 25.5%，因 2020 年第 1 季度较低基数。大部份主要智能手机制造商在 2021 年第 1 季实现了市场份额的上升，通过受益于华为的市场份额。由于芯片短缺和没有低基数效应，2021 年下半年的全球智能手机出货量增长可能会比 2021 年第 1 季有所放缓。我们预计 2021 年全球智能手机出货量将同比增长 8.0%。许多智能手机制造商为 5G 手机引入了高端的电子零部件，以改善用户体验和获得市场份额，这将有利于上游的电子零部件供应商。

长线展望

电信运营商有望受益于更高的 5G 用户渗透率。5G 用户有更高的移动数据使用量和移动 ARPU ，将使电信运营商受益。5G 电信网络有望支持物联网、自动驾驶、智能家居、AR/VR 等多项新技术和应用。电信运营商可以通过推出创新业务和应用程序，创造更多增值业务收入。用户可以通过更快的传输网络使用视频内容和在线游戏。由于 5G 网络需要更密集的基站分布和更广泛的光纤网络覆盖，电信运营商将加快中国 5G 网络的发展，并增加 5G 网络发展的资本支出。

短线展望

由于移动数据使用量和 5G 用户基数增加，我们预计电信运营商的移动 ARPU 和移动服务收入增长将有所改善。我们预计电信运营商将在 2021 年提高其资本开支，这将有利于上游的电信设备供应链。预计大数据、云计算、家庭娱乐和 IPTV 将支持固网业务增长。在 5G 智能手机出货量需求的推动下，预计电子零部件供应商将受益于平均售价的改善和出货量的增长。

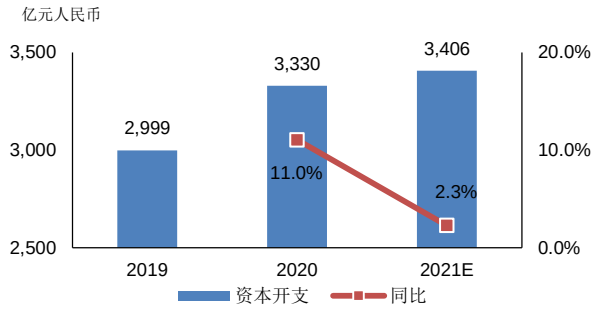
股票推荐

中国移动(941 HK)是我们行业的首选。中国移动凭借其网络优势、覆盖范围和资源优势，在中国市场保持着最大的移动用户市场份额。我们预计在数据服务资费下调的情况下，集团将受益于移动数据用量的增加。中国移动的目标价为 82.0 港元，相对 2021 年 EV/EBITDA 为 4.7 倍。

风险因素

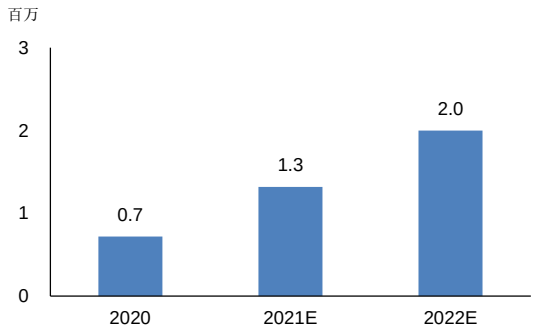
1)行业进一步推行提速降费; 2)用户饱和; 3)市场竞争加剧可能导致价格战; 4) 智能手机出货量增长放缓; 5) 5G 网络发展放缓

图 1: 电信运营商的资本开支



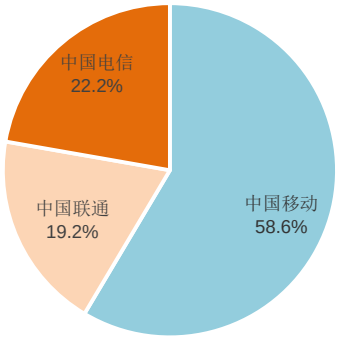
来源：工信部、农银国际证券预测

图 2: 5G 基站



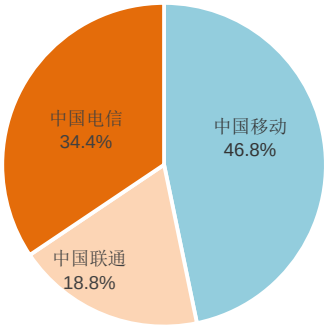
来源：工信部、农银国际证券预测

图 3: 移动用户市场份额



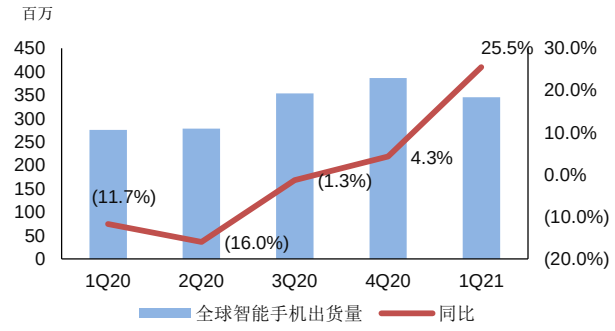
来源： 各公司、农银国际证券

图 4: 有线宽带用户的市场份额



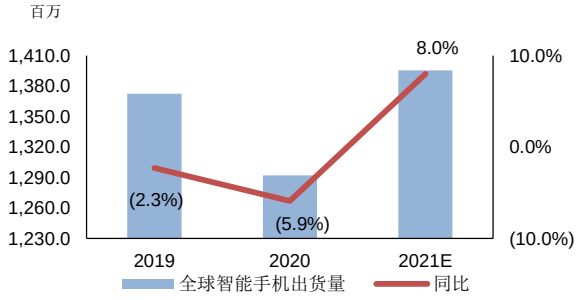
来源： 各公司、农银国际证券

图 5: 季度全球智能手机出货量



来源：IDC、 农银国际证券

图 6: 年度全球智能手机出货量



来源： IDC、 农银国际证券预测

行业首选 (截至 2021 年 6 月 25 日)

公司名称	代码	评级	目标价(港元)	上升空间(%)	FY21E市盈率(x)	FY22E市盈率(x)	FY21E市账率(x)	FY22E市账率(x)	FY21E股息率(%)	FY22E股息率(%)
中国移动	941 HK	买入	82.00	65.6%	8.4	8.2	0.7	0.6	6.4	6.6

来源：彭博、农银国际证券预测

权益披露

分析员陈宋恩、姚少华、欧宇恒、周秀成、董耀基、吴景荃、潘泓兴、黎柏坚作为本研究报告全部或部分撰写人,谨此证明有关就研究报告中提及的所有公司及/或该公司所发行的证券所做出的观点,均属分析员之个人意见。分析员亦在此证明,就研究报告内所做出的推荐或个人观点,分析员并无直接或间接地收取任何补偿。此外,分析员及分析员之关联人士并没有持有研究报告内所推介股份的任何权益,并且没有担任研究报告内曾提及的上市法团的高级工作人员。

权益披露
农银国际证券有限公司及/或与其联属公司,曾在过去12个月内,与本报告提及的建设银行、民生银行、阿里巴巴、腾讯、弘阳服务、恒大物业、融创中国、合景泰富、华润置地、远洋集团、恒大集团、佳兆业集团、华润万象生活、农业银行、中信银行、中国银行、工商银行、中金公司有投资银行业务关系。

陈宋恩持有农业银行(1288 HK)H股股份

评级的定义

评级	定义
买入	股票投资回报≥市场回报(~10%)
持有	市场回报(~-10%) ≤股票投资回报<市场回报(~+10%)
卖出	股票投资回报<市场回报(~-10%)

股票投资回报是未来12个月预期的股价百分比变化加上股息收益率
市场回报是5年市场平均回报率

市场回报率:自 2008 年以来的平均市场回报率(恒生指数总回报指数 2008-20 年的复合增长率为 9.2%)

目标价的时间范围:12 个月

股票评级可能与所述框架不同，原因包括但不限于:公司治理、市值、相对于相应基准指数的历史价格波动、股票相对于股票市场的平均每日成交量、竞争力 、相应行业的优势等

免责声明
该报告只为客户使用,并只在适用法律允许的情况下分发。本研究报告并不牵涉具体使用者的投资目标,财务状况和特殊要求。该等信息不得被视为购买或出售所述证券的要约或要约邀请。我等并不保证该等信息的全部或部分可靠,准确,完整。该报告不应代替投资人自己的投资判断。文中分析建立于大量的假设基础上,我等并不承诺通知阁下该报告中的任何信息或观点的变动,以及由于使用不同的假设和标准,造成的与其它分析机构的意见相反或不一致。分析员(们)负责报告的准备,为市场信息采集、整合或诠释,或会与交易、销售和其它机构人员接触。农银国际证券有限公司不负责文中信息的更新。农银国际证券有限公司对某一或某些公司内部部门的信息进行控制,阻止内部流动或者进入其它部门及附属机构。.负责此研究报告的分析员的薪酬完全由研究部或高层管理者(不包括投资银行)决定。分析员薪酬不取决于投行的收入,但或会与农银国际证券有限公司的整体收入(包括投行和销售部)有关。报告中所述证券未必适合在其它司法管辖区销售或某些投资人。文中所述的投资价格和价值、收益可能会有波动,历史表现不是未来表现的必然指示。外币汇率可能对所述证券的价格、价值或收益产生负面影响。如需投资建议、交易执行或其它咨询,请您联系当地销售代表。农银国际证券有限公司或任何其附属机构、总监、员工和代理,都不为阁下因依赖该等信息所遭受的任何损失而承担责任。进一步的信息可应要求而提供。
版权所有 2021 年农银国际证券有限公司
该材料的任何部分未经农银国际证券有限公司的书面许可不得复印、影印、复制或以任何其他形式分发

办公地址: 香港中环红棉路 8 号东昌大厦 13 楼农银国际证券有限公司
电话:(852)21478863